BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2005 –

Summary

Overview

The global economy has been unfolding largely as expected, and prospects for continued robust growth are quite favourable, especially over the near term. Against this backdrop, the outlook for the Canadian economy through to the end of 2006 is essentially unchanged from that in the January *Monetary Policy Report Update*.

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include the realignment of currencies in response to global imbalances, the higher prices of both energy and non-energy commodities, and growing competition from emerging-market economies.

The sectoral adjustments to these developments are becoming more evident. Many Canadian commodity-producing sectors are expanding. However, firms in a number of other sectors exposed to international trade are facing pressure from the appreciation of the Canadian dollar and from foreign competition. On balance, net exports have been a drag on the economy. But with robust domestic demand, some sectors—such as retail, wholesale, and housing—have been growing strongly. Canadian monetary policy continues to facilitate the adjustment process by aiming to keep inflation at the 2 per cent target and the economy operating near its production capacity. The Bank continues to judge that the economy is operating slightly below its full production capacity.

Highlights

- **There is increasing evidence that the Canadian economy is adjusting to global developments, which include the realignment of currencies and higher commodity prices.**
- **The Bank's outlook for the Canadian economy is similar to that in the January *Update*, with growth projected to be about 2 1/2 per cent in 2005 and 3 1/4 per cent in 2006.**
- **With the economy moving back to its production capacity in the second half of 2006, core inflation should return to the 2 per cent target around the end of next year.**
- **In line with this outlook, a reduction of monetary stimulus will be required over time.**
- **There are both upside and downside risks to this outlook, which continue to relate largely to global developments and to the associated relative price changes.**

This is a summary of the Monetary Policy Report *of the Governing Council of the Bank of Canada. The* Report *is based on information received up to the fixed announcement date on 12 April 2005.*

After appreciating sharply in 2003 and 2004, the Canadian dollar has been fluctuating in a range of around 80 to 83 cents U.S. since the beginning of the year.

The Bank's base-case projection calls for annualized growth of about 2 1/2 per cent in the first half of 2005 and 3 per cent in the second half. Growth of about 3 1/2 per cent is expected over the four quarters of 2006, consistent with returning the economy to full production capacity in the second half of that year.

Expressed on an annual average basis, growth in 2005 is projected to be about 2 1/2 per cent, down slightly from the January *Update*, while the projection for 2006 is little changed at about 3 1/4 per cent.

We continue to expect core inflation to move back to the 2 per cent target around the end of 2006. Based on the scenario implied by oil-price futures, total CPI inflation is projected to remain slightly above 2 per cent this year and to move slightly below 2 per cent in the second half of 2006.

Growth in the Canadian economy this year and next is anticipated to come primarily from domestic demand, as net exports are expected to exert a drag on the economy. To continue to support aggregate demand, the Bank decided to leave the target for the overnight rate unchanged at 2.5 per cent on 1 March and 12 April. In line with the Bank's outlook, a reduction of monetary stimulus will be required over time.

The global and Canadian economic outlooks remain subject to both upside and downside risks and to uncertainties. These risks include the pace of expansion in Asia, and the prices of oil and non-energy commodities. A further risk relates to the resolution of current account imbalances, with the risk of a disorderly correction growing over time, should these imbalances persist.

Most of the uncertainties with respect to the Canadian outlook continue to relate to how the economy is adjusting to the relative price changes associated with major global developments.

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

Daily

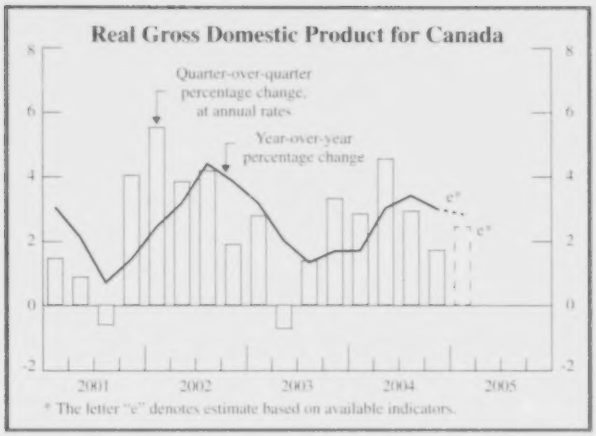
Recent Developments

After growing at an annualized rate of 2.9 per cent in the third quarter of 2004, the Canadian economy grew by only 1.7 per cent in the fourth quarter. This was weaker than the projections in both the October *Report* and the January *Update*.

The major factor behind this slower growth was a decline in exports in the second half of 2004. Although part of this drop represented a fall from unexpectedly high levels in the second quarter, it more fundamentally reflected the ongoing adjustment to the past appreciation of the Canadian dollar. In contrast, final domestic demand continued to grow robustly in 2004. Household spending increased, supported by monetary stimulus and ongoing gains in real incomes. The pace of business investment rose sharply towards the end of the year, and businesses accumulated inventories in the second half.

The weaker-than-projected growth in the fourth quarter was largely offset by upward revisions to GDP estimates for earlier quarters. The level of economic activity at the end of 2004 was therefore broadly in line with the

105-03932/



Bank's expectations in the January *Update*, and slightly below the Bank's estimate of potential output. So it remains the Bank's judgment that the economy was operating with a small output gap at year-end. This view is broadly supported by the responses of firms to questions about pressures on production capacity in the Bank's spring *Business Outlook Survey*.

Core inflation has been broadly stable over the past year, fluctuating in a range of 1.5 to 1.8 per cent. Other measures of the trend of inflation have also remained below the Bank's 2 per cent target. The modest amount of slack in the economy and lower prices for import-intensive goods have worked to keep core inflation below 2 per cent, but higher energy prices have pushed total CPI inflation to an average of just over 2 per cent since last August.

Prospects for Growth and Inflation

Overall, the global economy has performed as anticipated, and growth is projected to remain relatively strong at around 4 per cent in both 2005 and 2006. While oil prices have moved sharply higher, other factors are helping to underpin the growth of the global economy in the near term, including favourable financial conditions. As well, the continued strong economic performance of non-Japan Asia is expected to make a relatively larger contribution to global growth than previously expected.

The underlying momentum of the U.S. economy remains robust. Continued strength in business investment is expected, and exports should be helped by the past depreciation of the U.S. dollar. However, the impact of higher interest rates and higher oil prices will likely dampen household spending.

For Canada, despite strong external demand, especially from the United States and Asia, net exports are expected to continue to subtract from growth during 2005 and 2006. This reflects both the influence of the past appreciation of the Canadian dollar—which is restraining export growth and encouraging imports—as well as strong growth in investment, which has a high import content.

Economic growth this year and next is expected to be supported primarily by continued strength in domestic demand. We expect business capital spending to increase even more strongly than last year, because of high commodity prices, favourable financial conditions, high profits, and further declines in the prices for imported machinery and equipment. Consumer spending is also likely to continue to grow strongly owing to projected gains in real incomes, the effect of monetary stimulus, and high levels of consumer confidence. Housing investment is not projected to grow but should remain at a high level. Government spending should grow in line with revenues, since we expect that governments at all levels will continue to work to maintain fiscal balance.

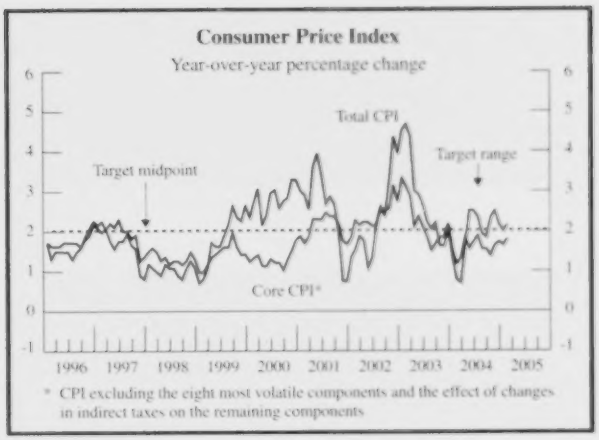
Higher oil prices are still expected to have a modest adverse effect on aggregate demand in 2005. But an increase in investment and production in the energy sector should more than offset the negative effects by 2006.

With the expected slowing of inventory accumulation, we project annualized growth to average about 2 1/2 per cent in the first half of 2005, about 3 per cent in the second half, and about 3 1/2 per cent through 2006. This scenario, which includes a reduction of monetary stimulus over the projection period, implies that the economy will return to potential in the second half of 2006.

One uncertainty around the outlook relates to the trend rate of growth of potential output. Over the past two years, growth in labour productivity has been close to zero, and increases in production capacity have been largely maintained by rapid growth in labour inputs. For the economy's production capacity to expand at our assumed growth rate of 3 per cent, labour productivity growth will need to return to a trend growth rate of around 1 3/4 per cent going forward. The likelihood of such growth is supported by the recent and projected increases in business investment in Canada and by continued rapid growth in labour productivity in the United States.

Core inflation should remain below 2 per cent through 2005 and most of 2006, owing to the continued small amount of excess supply in the economy, the effect of the stronger Canadian dollar, and the lower prices of some consumer goods from countries such as China. There is a risk of some pass-through of higher energy and other commodity prices to consumers, but the risk looks to be small, and the effect will likely be spread out over time.

All told, we expect core inflation to stay near 1.7 per cent through the end of this year. With the economy returning to potential in the second half of 2006 and with expectations well anchored, core inflation should rise gradually to 2 per cent around the end of 2006. Based on the scenario implied by oil-price futures, total CPI inflation is projected to stay above 2 per cent for some time, before moving below 2 per cent in the second half of 2006.



Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2005				2006	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	**1.7** *(1.7)*	**1.6** *(1.6)*	**1.7** *(1.7)*	**1.7** *(1.7)*	**1.8** *(1.8)*	**1.9** *(1.9)*
Total CPI	**2.1** *(2.4)*	**2.1** *(2.0)*	**2.3** *(1.5)*	**2.3** *(1.5)*	**2.2** *(1.7)*	**1.8** *(1.8)*
WTI (level)**	**50** *(47)*	**56** *(47)*	**57** *(45)*	**57** *(45)*	**56** *(43)*	**54** *(42)*

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 April 2005.

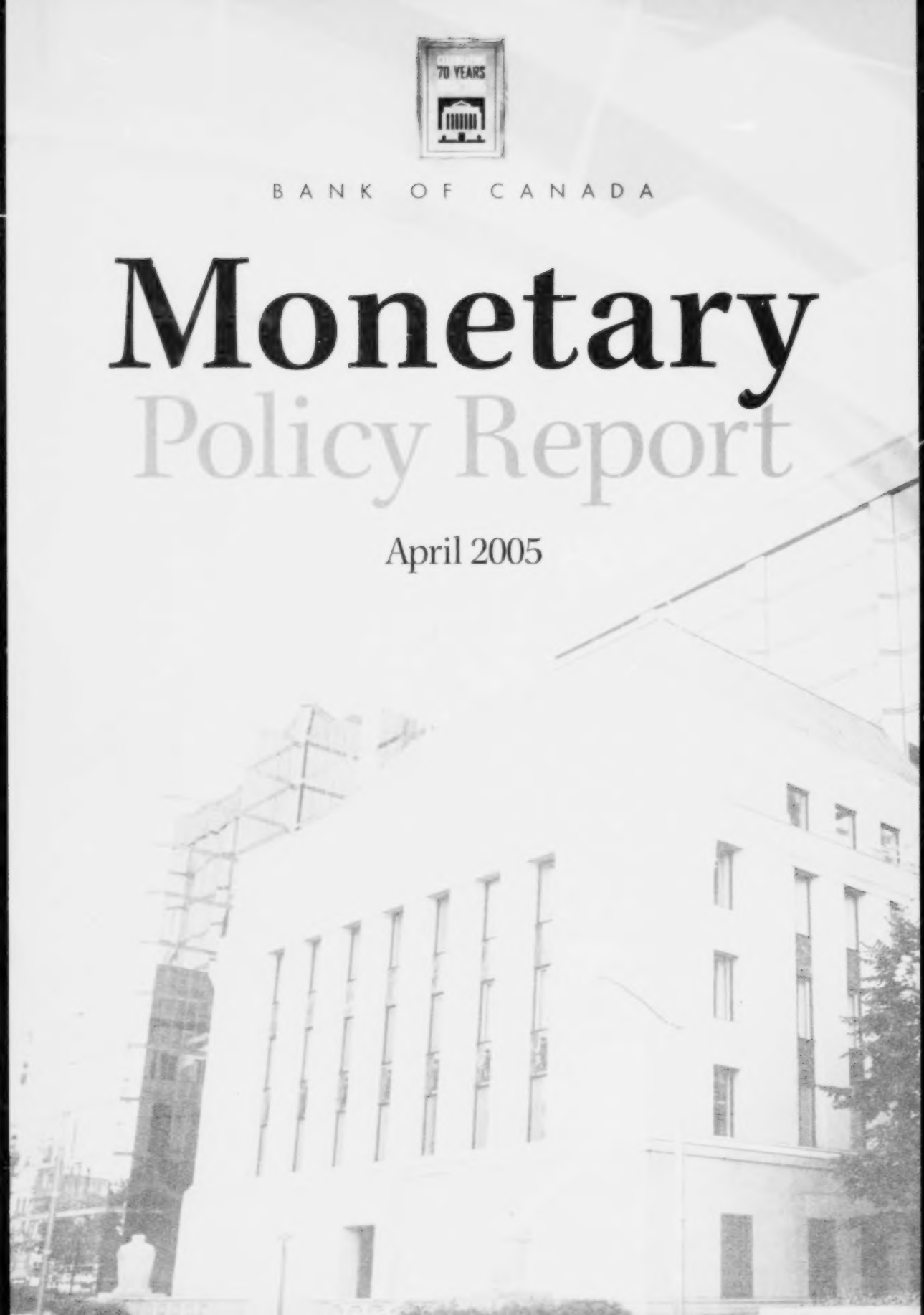
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
or visit our website: http://www.bankofcanada.ca

BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

April 2005



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3585
CAN ISSN 1201-5785

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2005 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.

The Canadian economy has had to adjust to sharp movements, not just in the external value of our dollar, but also in the foreign demand for many of our goods and services. Inflation targeting gives the Bank an important guideline for dealing with the currency appreciation, allowing us to maintain our focus on macroeconomic stabilization at a time when various sectors of the economy are dealing with the exchange rate shock.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
21 March 2005

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 9

3. Financial Developments 21

Credit conditions 21
Yield curves and the exchange rate 23

4. The Outlook 25

International background 25
Aggregate demand and supply in Canada 29
Measures of inflation expectations 31
Other factors affecting inflation 32
Implications of money growth 32
Inflation projection 33

Bibliography 35

Technical Boxes

1. Economic Adjustment and Productivity Growth 15
2. Emerging Asia: Implications for Canada 28

Foreword: Ten Years of the *Monetary Policy Report*

Ten years ago this spring, the Bank of Canada issued its first semi-annual *Monetary Policy Report*.

The Introduction to that *Report* noted that

> The report reflects the framework used by the Bank in its conduct of policy. This framework includes: (i) a clear policy objective, (ii) a medium-term perspective (given the long lags for the full impact of monetary policy actions on the economy) and (iii) a recognition that monetary policy works through both interest rates and the exchange rate.
>
> The ultimate objective of Canadian monetary policy is to promote good overall economic performance. Monetary policy can contribute to this goal by preserving confidence in the value of money through price stability. In other words, price stability is a means to an end, not an end in itself.

Although our framework has been refined over time, these statements are as true today as they were in 1995. The interim period has represented the best 10 consecutive years of good economic performance that Canada has seen in the last 35 years, and a transparent inflation-targeting regime has been a significant contributor to this outcome. The introduction of the *Monetary Policy Report* marked a major step forward in the transparency of the Bank's conduct of monetary policy. With the changes we have made through time to make the *Report* more transparent, it continues to serve us well in our communications with the public.

Governing Council

1. Overview

The global economy has been unfolding largely as expected, and prospects for continued robust growth are quite favourable, especially over the near term. Against this backdrop, the outlook for the Canadian economy through to the end of 2006 is essentially unchanged from that in the January *Monetary Policy Report Update*.

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include the realignment of currencies in response to global imbalances, the higher prices of both energy and non-energy commodities, and growing competition from emerging-market economies.

The sectoral adjustments to these developments are becoming more evident. Many Canadian commodity-producing sectors are expanding. However, firms in a number of other sectors exposed to international trade are facing pressure from the appreciation of the Canadian dollar and from foreign competition. On balance, net exports have been a drag on the economy. But with robust domestic demand, some sectors—such as retail, wholesale, and housing—have been growing strongly. Canadian monetary policy continues to facilitate the adjustment process by aiming to keep inflation at the 2 per cent target and the economy operating near its production capacity. The Bank continues to judge that the economy is operating slightly below its full production capacity.

After appreciating sharply in 2003 and 2004, the Canadian dollar has been fluctuating in a range of around 80 to 83 cents U.S. since the beginning of the year.

The Bank's base-case projection calls for annualized growth of about 2 1/2 per cent in the first half of 2005 and 3 per cent in the second half. Growth of about 3 1/2 per cent is expected over the four quarters of 2006, consistent with returning the economy to full production capacity in the second half of that year.

Expressed on an annual average basis, growth in 2005 is projected to be about 2 1/2 per cent, down slightly from the January *Update*, while the projection for 2006 is little changed at about 3 1/4 per cent.

We continue to expect core inflation to move back to the 2 per cent target around the end of 2006. Based on the scenario implied by oil-price futures, total CPI inflation is projected to remain slightly above 2 per cent this year and to move slightly below 2 per cent in the second half of 2006.

Developments in the target for the overnight rate since the October *Report*:

7 December—Unchanged at 2.5 per cent

25 January—no change

1 March—no change

12 April—no change

This report includes information received up to the fixed announcement date on 12 April 2005.

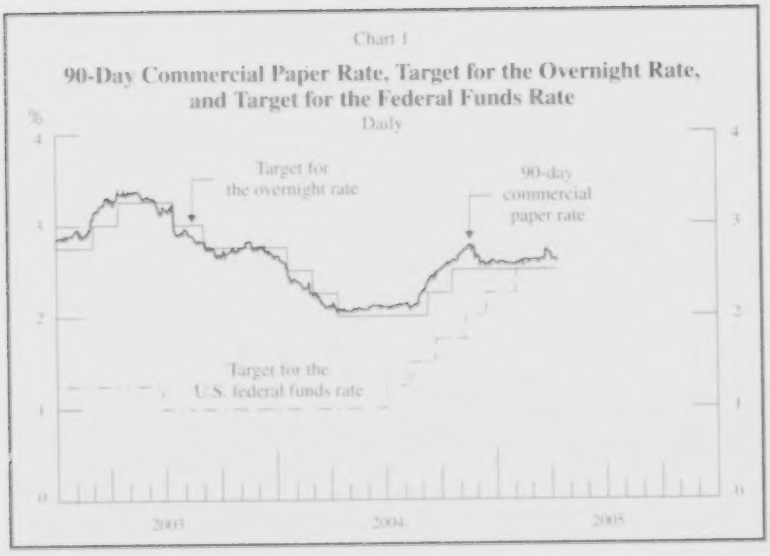
Growth in the Canadian economy this year and next is anticipated to come primarily from domestic demand, as net exports are expected to exert a drag on the economy. To continue to support aggregate demand, the Bank decided to leave the target for the overnight rate unchanged at 2.5 per cent on 1 March and 12 April. In line with the Bank's outlook, a reduction of monetary stimulus will be required over time.

The global and Canadian economic outlooks remain subject to both upside and downside risks and to uncertainties. These risks include the pace of expansion in Asia, and the prices of oil and non-energy commodities. A further risk relates to the resolution of current account imbalances, with the risk of a disorderly correction growing over time, should these imbalances persist.

Most of the uncertainties with respect to the Canadian outlook continue to relate to how the economy is adjusting to the relative price changes associated with major global developments.

Chart 1

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate



2. Recent Developments in Inflation

Core inflation has fluctuated in a range of 1.5 to 1.8 per cent.

In the past year, core CPI inflation has been relatively stable, fluctuating in a range of 1.5 to 1.8 per cent. The surge in crude oil prices since the end of 2003 has pushed the average rate of increase in the total CPI to slightly more than 2 per cent over the same period.

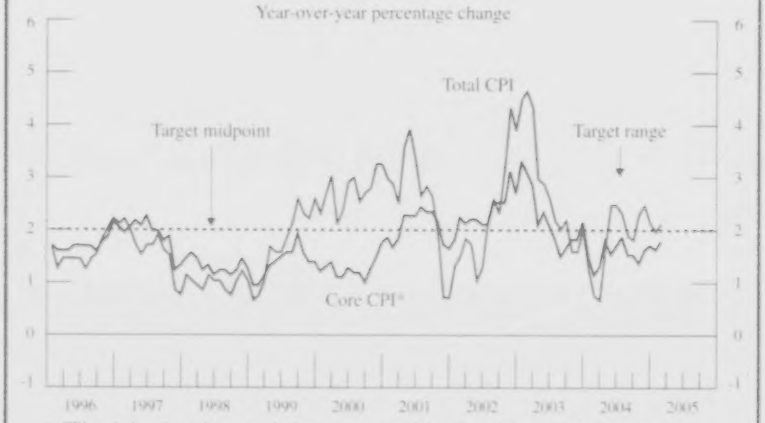
Inflation and the 2 per cent target

The core rate of inflation moved up to 1.8 per cent in February from 1.5 per cent in August 2004, still below the Bank's 2 per cent inflation-control target. (Chart 2).[1] This is virtually the same as the rise projected in the January *Update*. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows also remained below the 2 per cent target (Chart 3).

Chart 2

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



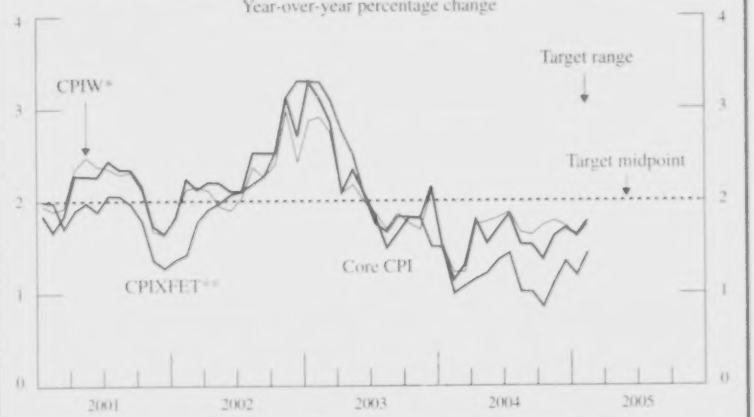
* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 3

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

The modest amount of excess supply in the Canadian economy through much of 2003 and 2004 contributed to keeping the core rate slightly below longer-run expectations. Further reductions in the prices of many import-intensive goods, caused by the appreciation of the Canadian dollar and ongoing decreases in the global prices of some consumer goods, also continued to put downward pressure on core inflation over the period. The rate of increase in homeowners' replacement costs, an important component of core prices for shelter, has also eased somewhat since July 2004 as a result of lower year-over-year increases in the prices of new housing. Fluctuations in car prices, reflecting changes in manufacturers' incentives programs, explain much of the short-term variation in core inflation observed since mid-2004.

The rate of increase in the total CPI has averaged just above 2 per cent since August 2004.

Since last August, the 12-month rate of increase in the total CPI was, on average, just above 2 per cent. The higher rate of increase relative to the core rate chiefly reflected the impact of substantial increases in the prices of energy commodities on selected CPI components. In particular, in February there were substantial increases in consumer prices for gasoline, fuel oil, natural gas, and intercity transportation from year-earlier levels.

Factors at work on inflation

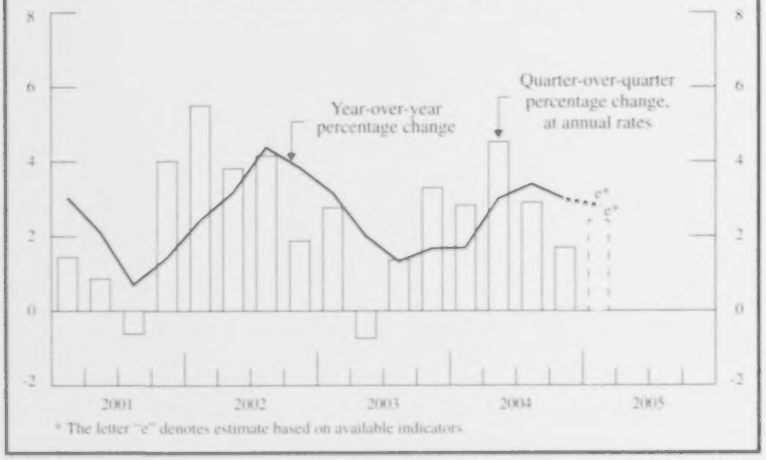
Aggregate demand

Economic growth in the fourth quarter was weaker than expected.

Canada's real GDP grew at an annual rate of 2.9 per cent in the third quarter of 2004, as expected in the October *Report* (Chart 4). In the fourth quarter, economic growth eased to an annual rate of 1.7 per cent. This was less than anticipated in both the last *Report* and the January *Update*. For the second half of the year as a whole, exports were markedly weaker than projected, although this was partly offset by unexpectedly large inventory investment. Economic growth is likely to be on the order of 2 1/2 per cent in the first quarter of 2005.

Chart 4

Real Gross Domestic Product for Canada

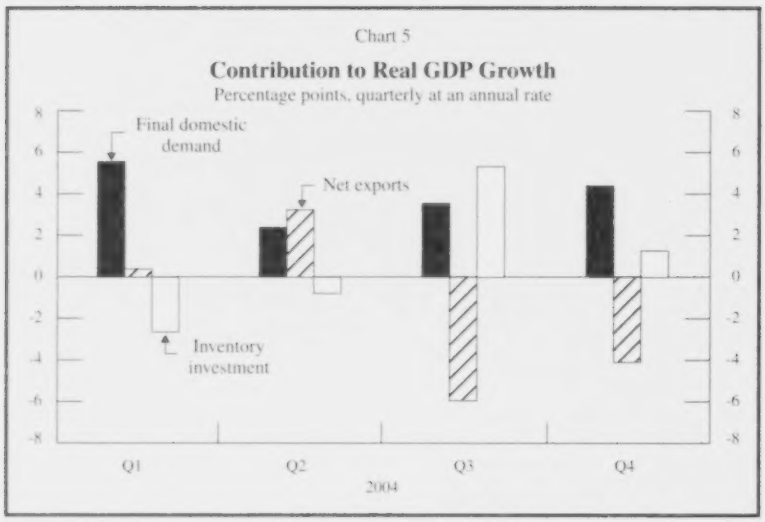


* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Exports fell back in the second half of 2004, partly in response to the earlier rise in the Canadian dollar.

Final domestic demand continued to rise substantially in the second half of 2004, and inventory investment rose markedly in response to this robust growth and to concerns about delivery lags. In contrast, the volume of net exports fell back (Chart 5).

Canadian exports decreased sharply in the second half of 2004. Although a good part of this decline reflected an unwinding of the surprising surge recorded in the first half, it more fundamentally represented the ongoing adjustment to the past appreciation of the Canadian dollar. That adjustment has been most evident in those export components characterized by product differentiation (Chart 6). Indeed, in the second half of last year, export volumes of machinery and equipment and non-automotive consumer goods



relative to indicators of foreign activity resumed the steep decline that began in 2003. In contrast, exports of commodities relative to U.S. industrial production, while fluctuating over the course of 2004, were little changed at year-end from 2003 levels. Exports of automotive products were also little changed over the course of last year relative to U.S. indicators of activity for the motor vehicle sector.

Among the components of final domestic demand, the pace of business investment picked up markedly towards year-end. Household spending also rose considerably, owing to monetary stimulus and ongoing gains in real incomes.

Part of the increase in final domestic demand was met by substantial gains in imports. The rise in inventory investment also contributed to boost imports. Some of the marked rise in import volumes relative to indicators of domestic activity, especially for such items as machinery and equipment and crude and fabricated materials, reflected the impact of the higher Canadian dollar, as well as growing competition from low-cost emerging markets (Chart 7).[2]

2. Imports are still estimated to have been below their long-run fundamental level at the end of 2004, since only part of their adjustment to the substantial cumulative appreciation of the Canadian dollar had been completed. However, further econometric work on imports, involving the replacement of an aggregate income variable by individual components of demand, suggests that the size of the gap relative to long-term fundamental levels is considerably smaller than that shown in Technical Box 3 of the October *Report*.

Chart 6

Index of Export-to-Activity Ratios*

1997Q1 = 100

* The aggregate ratios shown here are the weighted average of export-to-activity ratios for individual export components.

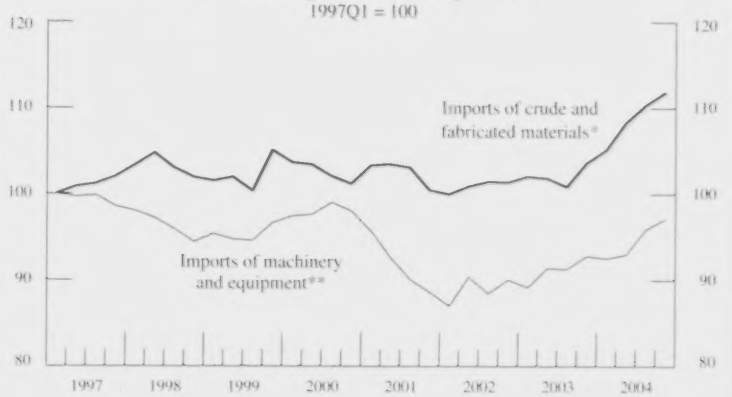
** For exports of machinery and equipment, the indicator of foreign activity is U.S. investment spending on machinery and equipment. For exports of non-automotive consumer goods, the indicator is U.S. consumer spending on non-automotive goods.

*** For exports of commodities, the indicator of foreign activity is U.S. industrial production. For exports of motor vehicles, it is U.S. motor vehicle sales, and for exports of vehicle parts, it is U.S. motor vehicle production.

Chart 7

Index of Import-to-Activity Ratios

1997Q1 = 100



* For imports of crude and fabricated materials, the indicator of domestic activity is Canadian industrial production.

** For imports of machinery and equipment, the indicator of domestic activity is the sum of Canadian investment in machinery and equipment and exports of machinery and equipment.

Adjusting to global change

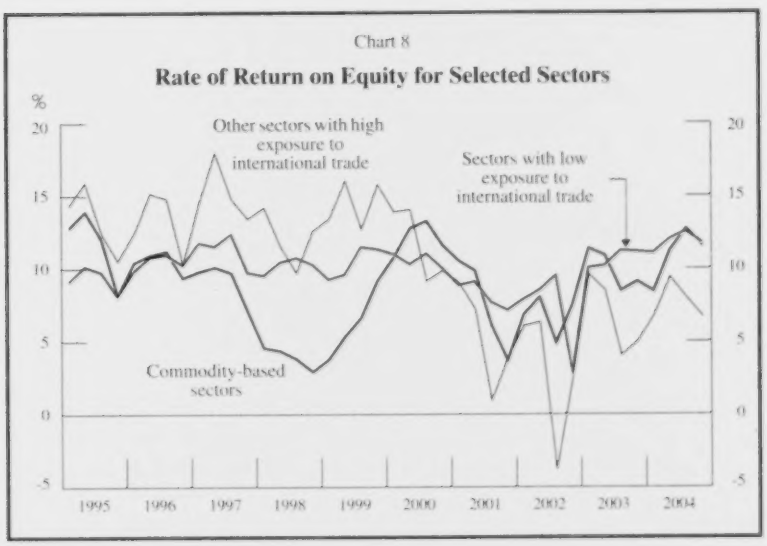
There are more indications of the adjustments being made in response to major global developments . . .

The Canadian economy is continuing to adjust to major global developments. These include a marked realignment of world currencies, including the Canadian dollar; high price levels for crude oil and non-energy commodities; and the growing global economic impact of China and India. Since the October *Report*, there have been more indications of the sectoral effects of these global developments and of firms' responses to these changes.

The strong global economic expansion boosted profitability for most of the industries with high exposure to international trade in the first three quarters of 2004 (Chart 8).[3] In the fourth quarter of last year, however, profitability eased off in many of these industries, following a reduction in the global demand for Canadian products and a further appreciation of the Canadian dollar from the middle of 2004. As a result, there was only marginal growth in the overall level of activity in sectors highly exposed to international competition from August 2004 to January 2005. In contrast, most sectors with a low exposure to foreign competition—such as housing, retail and wholesale trade, and finance, insurance and real estate—made further solid gains in output. Some of these sectors also benefited from lower costs for imported products.

Chart 8

Rate of Return on Equity for Selected Sectors



3. Net exposure to international trade is calculated by adding the proportion of production that is exported and the share of imports in domestic consumption, and subtracting the share of imported inputs in production. If a sector's net exposure to international trade ratio was at least 0.5 in 2001, then that sector is defined as being highly exposed to international trade or competition.

These global economic developments can be expected to lead to important shifts in the composition of activity among the broad sectors of the Canadian economy. One important channel through which this takes place is major shifts in capital spending at the sectoral level in response to expected persistent changes in profitability.

. . . as is evident in the sectoral composition of business investment spending.

Consistent with this, the largest cumulative gains in actual and planned capital spending for 2004 and 2005 occurred in commodity-producing industries in response to the substantial rebound in global commodity prices and the expectation that these price gains would persist for some time (Table 1). Increases in investment expenditures are particularly pronounced in oil and natural gas extraction, other mining activity, and in the manufacture of wood products. The substantial gains in Canada's final domestic demand in recent years have also led to a marked rise in capital spending in many sectors with a low exposure to international trade, especially electric power generation, finance and insurance, information and cultural industries, and the manufacture of refined petroleum products. Moreover, in many of the sectors either producing commodities or with a low exposure to international trade, a large part of the increase in capital spending is directed at expanding capacity.

In contrast, there is likely to be prolonged downward pressure on profitability in many industries highly exposed to international competition (other than those producing energy and other commodities), primarily because of the Canadian dollar's appreciation and growing competition from such economies as China and India. As a result, investment spending in these industries seems to be directed at reducing costs and improving competitiveness rather than at increasing capacity.

Table 1
Current-Dollar Investment in Capital Spending
Annual percentage change

Sector	2003	2004	2005
Aggregate private sector	2.9	6.5	8.8
Oil and gas extraction	13.9	8.2	12.0
Other commodity-producing industries	6.1	6.0	12.9
Other manufacturing with high exposure to international trade or competition*	1.4	-3.5	10.9
Low exposure to international trade	-0.4	7.2	7.0

* Includes sectors that are exposed as net importers

Source: Statistics Canada, *Private and Public Investment in Canada: Intentions 2005*.

More broadly, the Bank's *Business Outlook Surveys* have shown that many firms adversely affected by global developments are taking various measures to improve productivity and reduce costs. For instance, an increasing number of producers are choosing to cut costs by importing more inputs from Asia. Others are adjusting to the higher Canadian dollar by phasing out production of goods and services with low profit margins and concentrating on those with higher returns.

The adjustments being made by firms in response to global economic developments also continued to be reflected in the sectoral composition of employment changes. Employment has tended to rise since the end of 2003 in those industries producing commodities or having low exposure to foreign competition. On the other hand, employment has fallen in the other manufacturing industries highly exposed to international trade, reflecting to some extent the substitution of capital for labour in order to reduce costs. The spring *Business Outlook Survey* indicates that employment growth over the next 12 months will be concentrated in service industries.

This reallocation of capital and labour involves adjustment costs that may cause a temporary slowdown in productivity growth and, therefore, in the growth of potential output. (See Technical Box 1.)

Estimated pressures on capacity

The level of economic activity at the end of 2004 was broadly in line with the Bank's expectations in the January *Update*. While output growth in the fourth quarter of 2004 was somewhat lower than expected, this was largely offset by upward revisions to Statistics Canada's estimates of growth earlier in the year. At the same time, the Bank's conventional measure of potential output for 2004 was revised down slightly relative to the estimate used in the January *Update*.[4] As a result, the Bank's conventional measure of the output gap indicated that the economy was operating at about its capacity limits in the fourth quarter of 2004, instead of slightly below its effective capacity, as in the last *Update* (Chart 9).

Other indicators point to greater pressure on capacity than the conventional measure. For instance, capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2004 remained considerably higher than its average for 2000 to 2003, because growth of capacity in this sector has been relatively low in recent years, owing to weak investment spending and some write-off of uneconomic capacity as a result of relative price changes.

4. Potential output is now estimated to have increased at an annual rate of 2.7 per cent in 2004, compared with a rise of 2.9 per cent in the *Update*.

Technical Box 1

Economic Adjustment and Productivity Growth

The Canadian economy has been adjusting to significant global developments, such as the realignment of world currencies, including the Canadian dollar, and the surge in commodity prices. These shocks are largely structural in nature and will lead to a reallocation of capital and labour away from the production of non-commodity manufactured goods towards the production of primary materials and non-tradable goods and services. This reallocation will take some time, however, and productivity growth could be lower during the adjustment period.

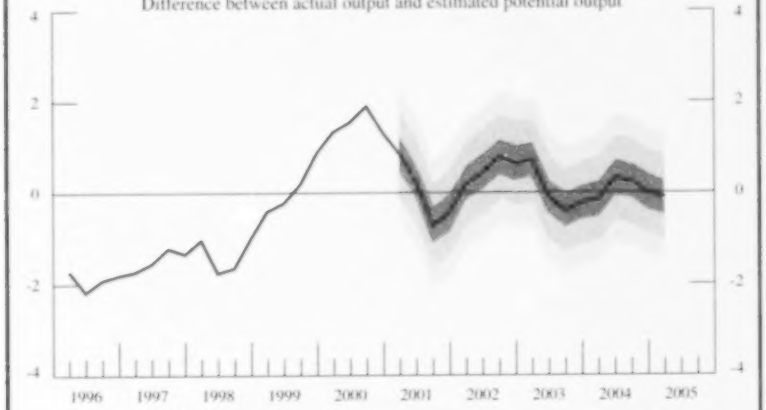
Before making adjustments to their workforce, firms often wait to ensure that the shock is permanent. Workers with skills tied to a particular industry may require retraining or other assistance to become fully functional in areas of the economy that are expanding. They may have to relocate, and, once on the job, it may take time for new staff to develop the firm-specific skills often associated with productivity gains. Thus, major sectoral shifts in the allocation of labour will initially tend to dampen productivity growth.

With respect to capital, there are typically lags between the decision to invest, the acquisition of capital, and its integration into the production process, either to expand capacity or to make the production process more efficient. When investment is in the form of machinery and equipment rather than structures, adjustment costs are an important consideration. For example, in spite of the substantial investment in information and communications technologies (ICT) in the past decade, productivity growth initially remained sluggish, especially outside the ICT production sector. This is because it takes more than physical investment in new technologies to generate widespread productivity gains. Firms must train workers to use new technologies or wait for newly trained graduates. Businesses may also have to reorganize their workplaces to benefit fully from new technologies. These adjustment costs will temporarily lower measured output, and thus productivity growth, until the adjustment period is over. The lag between investment in new technology and its payoff in terms of greater productivity growth could extend to a few years.

Chart 9

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: The estimate for the first quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

Nevertheless, it is important to note that several indicators currently suggest more economic slack than is implied by the conventional measure. On average, the core rate of inflation has been below the 2 per cent midpoint of the target range since mid-2003. As well, wage increases have remained quite moderate, and the proportion of firms reporting labour shortages or difficulties in meeting an unanticipated increase in demand was lower than average in the spring *Business Outlook Survey*.

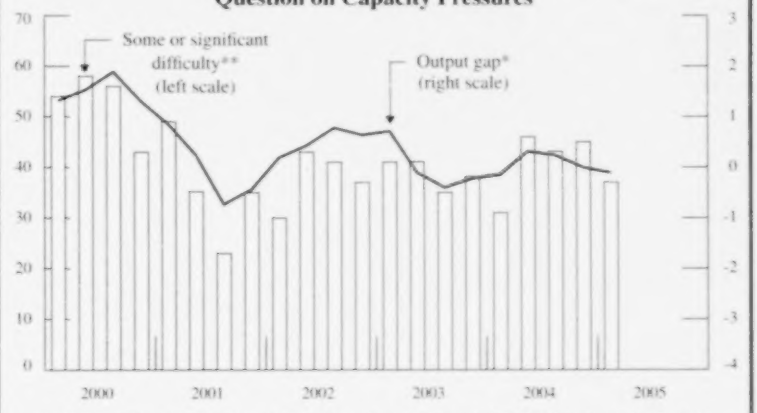
The degree of economic slack varies across industries and regions because of the ongoing process of adjusting to global changes. But what matters for monetary policy is the economy as a whole.

The Bank judges that the output gap is somewhat larger than suggested by its conventional measure.

Based on an assessment of all the indicators of capacity pressures, including those from the *Business Outlook Survey*, the Bank judges that there is slightly more excess supply in the Canadian economy than suggested by its conventional measure (Chart 10). This view of the current size of the output gap is similar to that held in the January *Update*.

Chart 10

Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the first quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Cost control and output prices

The underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers, appears to have remained in a range between 2 1/4 and 3 1/4 per cent since the middle of 2004 (Chart 11). The year-to-year gain in another wage measure—hourly labour compensation in the business sector—was somewhat lower, at 2 per cent at the end of last year.

These overall figures mask important regional differences. For example, in Western Canada, wage gains have generally been higher than in the rest of the country, reflecting a greater prevalence of labour shortages in that region.

Unit labour costs in the fourth quarter rose by just under 2 per cent from year-earlier levels.

With only a slight increase in productivity over the past year, unit labour costs in the business sector in the fourth quarter of 2004 rose by just under 2 per cent from year-earlier levels (Chart 12). Indeed, productivity growth was surprisingly low in both 2003 and 2004, easing markedly from its average performance over the 1998 to 2002 period.[5] That reduction in productivity growth was broadly based across sectors and stands in sharp contrast to the U.S. experience.[6] The assumption about the pace of productivity growth embodied in the Bank's outlook is discussed in Section 4.

5. It should be kept in mind that Statistics Canada's estimates of productivity growth for 2003 and 2004 are preliminary and are subject to revision as more reliable benchmark data become available.

6. It is doubtful that the type of adjustment costs reviewed in Technical Box 1 accounted for a significant part of the reported slowdown.

Chart 11

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

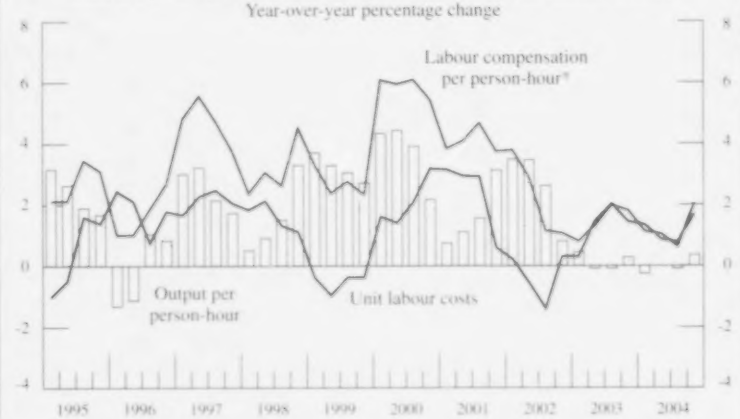
Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted, March 2005
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted, January 2005

Chart 12

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.
Source: Statistics Canada *Daily*

Chart 13

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change

Income growth was boosted by an improvement in the terms of trade.

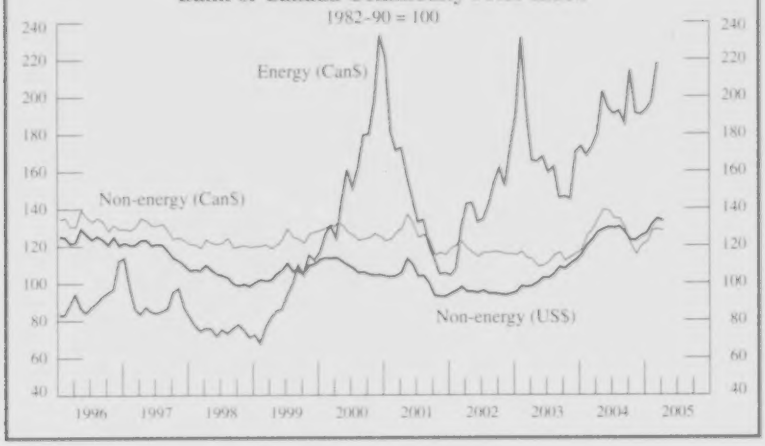
With substantial increases in the global prices for Canadian exports of energy commodities and many industrial materials, Canada's terms of trade improved considerably in 2004.[7] As a result, the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) rose 4.2 per cent between the fourth quarter of 2003 and the fourth quarter of 2004 (Chart 13). By comparison, the prices of goods and services purchased by Canadians rose 2 per cent over the same period. This terms-of-trade improvement has thus produced a significant increase in real income, which has been reflected in the growth of corporate profits and government tax revenues.

The price of crude oil has increased further since the end of 2004, reflecting upward revisions to the projected global demand for oil and downward revisions to expected non-OPEC supplies. The prices of non-energy commodities have also risen since the end of 2004 (Chart 14). Strengthening demand has contributed to recoveries in the prices of both lumber and pulp. At the same time, continued strong global demand, as well as a number of planned production cutbacks, have led to a further rise in metals prices.

7. Over the past three years, Canada's terms of trade have risen by just over 16 per cent.

Chart 14

Bank of Canada Commodity Price Index



3. Financial Developments

Global financial conditions have remained very favourable . . .

For both the global economy and for Canada, financial conditions have remained very favourable since the October *Report*. Yields and credit spreads on corporate bonds are close to historically low levels. Equity markets have improved over recent months, and market volatility has remained low. Sustained improvement in the balance sheets of Canadian banks, aggressive competition among suppliers of credit, and modest demand for credit have led to continued easing in bank-lending conditions in Canada. Mainly because of strong supply conditions, growth in business credit continues to pick up. Meanwhile, both supply and demand continue to support robust growth in household credit.

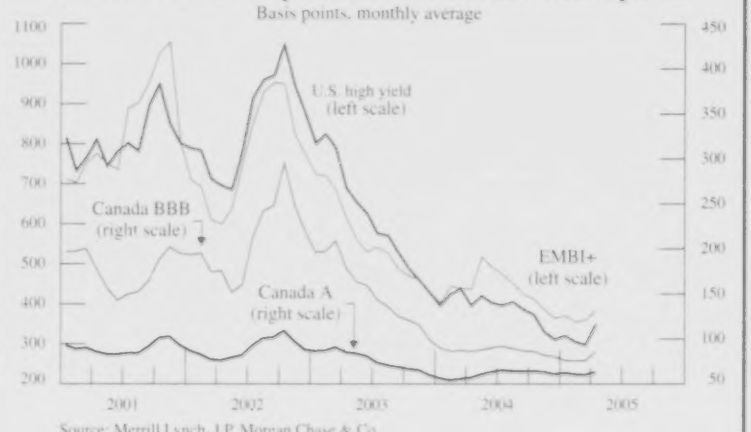
Credit conditions

. . . and are reflected in business-credit conditions in Canada.

Business-credit conditions are quite favourable, both in Canada and internationally. In financial markets, the demand for higher-yielding, somewhat riskier products remains strong. Demand is supported by fairly robust corporate earnings and the low yields returned by government securities. This has contributed to high bond prices and relatively low credit spreads (Chart 15).

Chart 15

Selected Canadian Corporate and International Credit Spreads



Source: Merrill Lynch, J.P. Morgan Chase & Co.

Most equity markets have improved since the October *Report*, with the TSX Composite Index increasing by about 10 per cent. Much of the improvement in Canada reflects the strong performance of the energy sector.

Both gross and net issues by corporations have shown solid growth in Canada. Credit defaults have been at cyclical lows, and the share of credit-rating upgrades in total credit-rating changes continued to rise. The growth of business credit (Chart 16) currently stands close to its 10-year average. The pickup in short-term business credit has continued, boosted by easier lending conditions. Growth in long-term business credit (including income trusts) has also remained robust since the October *Report*, helped by a stable net issuance of bonds and equities. Most of the increase in business credit has reportedly been channelled towards general business operations and debt refinancing rather than towards new investment.

Household credit has continued to advance at a rapid pace.

Household credit has continued to advance at a rapid pace since the October *Report*, with both consumer credit and residential mortgage credit contributing to the increase (Chart 16). At the same time, low interest rates and favourable labour market conditions have helped ensure that household balance sheets remain healthy. The elevated level of household credit growth is likely to be associated with strong consumption in the first part of this year.

Chart 16

Business and Household Credit

Year-over-year percentage change

In summary, a broad range of financial indicators point to a considerable amount of liquidity in the global economy, as well as in the Canadian economy.

Overall, there is a considerable amount of liquidity in the Canadian and global economies.

Yield curves and the exchange rate

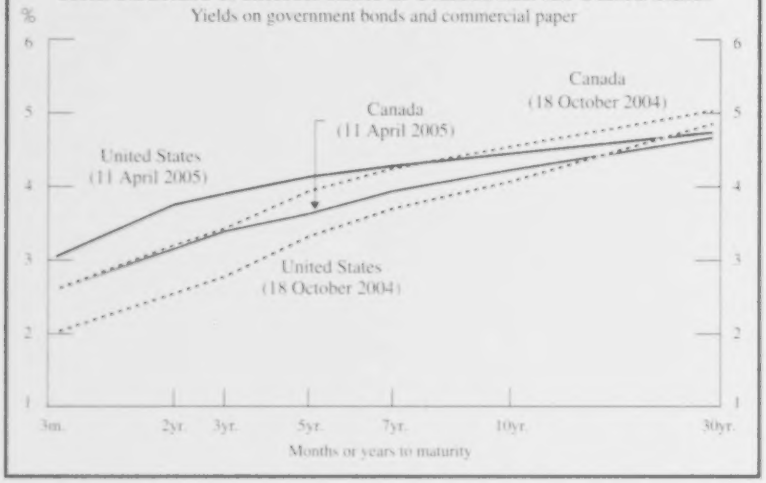
The yield curve in the United States has moved higher since the time of the October *Report* (Chart 17). It has also continued to flatten, mainly driven by larger increases in short-term interest rates. Futures prices indicate that markets anticipate further increases in the federal funds rate over the remainder of the year, with U.S. forward rates implying a policy rate of approximately 4.0 per cent by the end of December 2005.

Markets anticipate further increases in the federal funds rate over the remainder of the year . . .

Chart 17

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



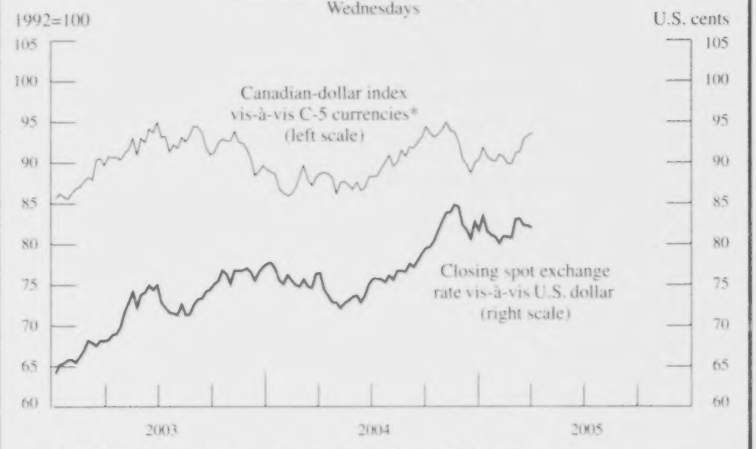
Canadian asset prices indicate expectations of a more gradual trajectory for increases in interest rates here than in the United States. This divergence in the expected paths for policy rates in the two countries has contributed to sharply declining interest rate differentials across the yield curve. Yields on two-year Canadian bonds are now approximately 60 basis points below those on U.S. Treasuries, and yield spreads on longer-term bonds have turned negative for the first time in over four years.

. . . and more gradual increases in Canada's policy rate.

Chart 18

Canadian-Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* C-5 currencies: euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc

The Canadian dollar has traded within a range of 80 to 83 cents U.S.

After appreciating sharply from the time of the October *Report* until early December, major currencies weakened against the U.S. dollar, and the Canadian dollar has traded within a range of 80 to 83 cents U.S. This has occurred within the context of rising U.S. interest rates, relative economic weakness in Japan and Europe, rising energy prices, and generally high prices for other commodities.

4. THE OUTLOOK

International background

The global outlook is little changed from October . . .

On balance, the global economy has been performing largely as expected at the time of the October *Report*, and growth is projected to remain relatively strong, at around 4 per cent in both 2005 and 2006, in spite of higher oil prices. While the overall growth picture for the next two years has changed little from the October *Report*, the distribution of growth is more uneven among major economies than previously expected, with upward revisions to the already strong growth prospects in non-Japan Asia offsetting downward adjustments to the growth outlook in Japan and the European Union (Table 2).

Table 2
Global Growth Projections

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Expected growth (per cent)[b]		
		2004	2005	2006
United States	21	4.4 (4.6)	3.7 (3.7)	3.7 (4.1)
European Union	20	1.9 (2.1)	1.7 (1.9)	2.3 (2.6)
Japan	7	2.6 (4.1)	0.8 (1.5)	1.8 (2.1)
China and Asian NIEs[c]	16	8.9 (8.2)	7.6 (7.1)	7.2 (6.5)
Others	36	5.7 (4.6)	4.4 (4.1)	4.2 (4.8)
World	100	5.0 (4.7)	4.0 (3.9)	4.0 (4.3)

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2003. Source: IMF, WEO Database, September 2004
b. Numbers in parentheses show projections from the October 2004 *Monetary Policy Report*.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

. . . with momentum in the United States remaining strong.

Recent economic developments in the United States suggest that underlying momentum remains strong. Real GDP grew at an annual rate of 4 per cent in the third quarter of 2004 and 3.8 per cent in the fourth quarter. Consumer spending and business investment were both very robust in the second half of the year. Despite the significant real effective depreciation of the U.S. dollar, net exports continued to restrain growth in the second half of 2004. Evidence to date indicates that growth remained near 4 per cent in the first quarter of 2005.

The U.S. economy is expected to post growth rates that will be somewhat above potential in 2005 and 2006, albeit lower than in 2004. As a result, excess supply (estimated at somewhat below 1 per cent of GDP at the end of 2004) should be largely eliminated over the next two years. Business investment should remain solid, since the capital stock appears unusually low at this point in the cycle. Moreover, the past depreciation of the U.S. dollar should contribute to a strong recovery in export growth. Meanwhile, household expenditures are likely to slow, partly because of the dampening impact of higher oil prices and of past and anticipated increases in interest rates.

Growth in China remains buoyant . . .

At the same time, the contribution of Asia (excluding Japan) to the world economic expansion is slightly greater than previously expected. In particular, growth in China has remained surprisingly buoyant despite the implementation of administrative tightening measures and higher domestic interest rates. Accordingly, the outlook calls for a more gradual slowing profile than was assumed at the time of the October *Report*.

. . . while that in Japan is projected to be lower than earlier expected.

In contrast, growth in Japan turned out to be weaker than anticipated.[8] Following a sharp rise in the first quarter of 2004, real GDP was relatively stagnant throughout the remainder of the year, owing largely to the impact of an inventory correction in IT-related sectors, higher oil prices, and typhoons. A gradual pickup in quarterly growth throughout 2005 is expected, as the effect of the adverse factors that restrained aggregate demand in the latter part of 2004 diminishes. Nevertheless, the average annual growth rate in 2005 should be significantly lower than in 2004, owing to the low starting point.

In the euro area, real economic activity in the final quarter of 2004 was also weaker than anticipated, and the outlook has been revised down marginally. A gradual pickup in the rate of growth of economic activity is expected this year and next, as the adverse impact stemming from the past appreciation of the euro and the rise in world oil prices gradually tapers off.

Global imbalances remain a key risk.

While the overall global short-term outlook is favourable, a number of risks and uncertainties remain, including the future course of oil prices, the pace of expansion in China, and geopolitical developments. A key risk relates to the unfolding of current account imbalances, with the risk of a disorderly correction growing over time if the imbalances persist. Indeed, despite a substantial real effective depreciation of the U.S. dollar since early 2002,[9] external imbalances have continued to widen and are likely to

8. This partly reflects revisions to national accounts that have resulted in a much lower growth profile.

9. The depreciation of the U.S. dollar between February 2002 and March 2005 amounted to 15 per cent, according to the U.S. Federal Reserve Board's real effective broad index.

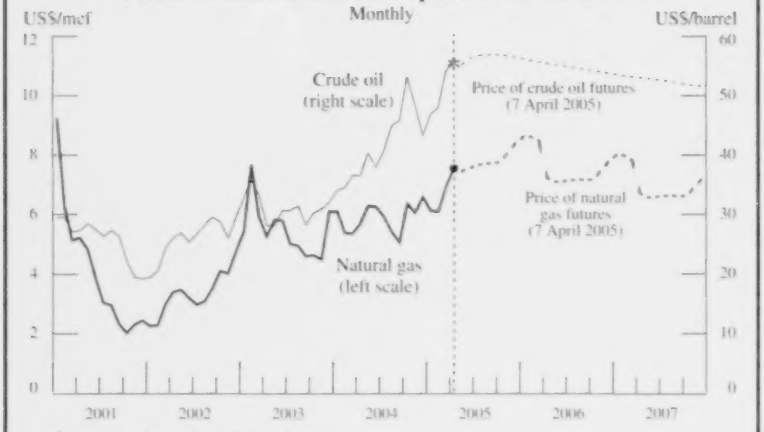
continue to do so in the near term. An orderly correction of external imbalances will require increased savings in the United States, a strengthening of demand elsewhere, notably in Japan and Europe, combined with further real effective depreciation of the U.S. dollar. Greater exchange rate flexibility in Asia would facilitate the adjustment.

The projected global economic expansion should help maintain the U.S.-dollar prices of non-energy commodities at relatively high levels over the remainder of 2005 and through 2006, although some easing is likely as new supplies become available (Technical Box 2). On the other hand, any further real depreciation of the U.S. dollar would put upward pressure on non-energy commodity prices, expressed in U.S.-dollar terms. With regard to crude oil, the Bank's base-case scenario—which is based on recent futures prices (Chart 19)—assumes that prices will be close to US$57 per barrel over the remainder of 2005 and then ease slightly to about US$54 per barrel by the second half of 2006. Natural gas prices are expected to stay at relatively high levels through 2006. The Bank's base-case scenario for oil prices is markedly higher than in the January *Update*.

The assumed scenario for oil prices is now markedly higher.

Chart 19

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices



* Spot price for crude oil (7 April 2005)
• Spot price for natural gas (7 April 2005)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Technical Box 2

Emerging Asia: Implications for Canada

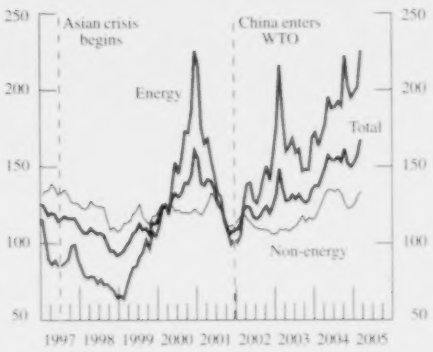
Over the past 25 years, emerging markets in Asia have been a growing source of global trade, with China becoming a dominant economic force in the region in the past few years.[1] By 2003, these economies accounted for 16 per cent of global trade, up from just 6 per cent in 1980. Although Canada's direct trade with the region is limited, the region's trade significantly affects Canada through global markets. Of particular importance is the region's growing demand for commodities and the resultant impact on global commodity prices.

Although Asian demand for commodities temporarily collapsed with the Asian crisis in 1997–98, the ensuing regional recovery and the growing economic prominence of China have led to a resurgence of demand and sharply higher prices. According to the Bank of Canada's index, commodity prices have risen by over 70 per cent in terms of G-7 currencies since mid-November 2001. This increase has been a significant factor behind the 25 per cent rise in the value of the Canadian dollar over the past two years.

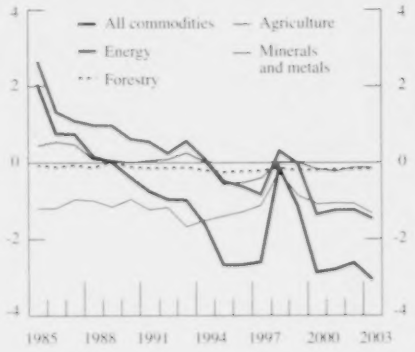
The strong Chinese demand for commodities reflects very robust domestic investment, as well as the country's growing role as a manufacturing platform for Asian firms. Although China is itself a major producer of many commodities, its rapid economic growth has caused domestic demand to outstrip domestic supply, leading the country to become a major buyer on international commodity markets.

Canadian natural-resource producers are well positioned to take advantage of these favourable market conditions. Robust global demand has resulted in strong corporate profitability despite the appreciation of the Canadian dollar. In response, resource producers have increased their investment expenditures, which suggests that Canadian firms are planning to expand production. Firms outside the resources sector are also paying closer attention to China as an important new market.

Commodity Price Indexes (G-7 Currencies)
1982-90=100



Commodity Trade Balance of Emerging Asian Economies as a Percentage of GDP



1. Emerging Asia includes China, Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand.

Aggregate demand and supply in Canada

GDP growth in Canada is projected to be about 2 1/2 per cent in 2005 and about 3 1/4 per cent in 2006 . . .

Given the effects of the past and recent appreciation of the Canadian dollar, the Bank expects growth, on an average annual basis, of about 2 1/2 per cent in 2005. Growth should pick up to about 3 1/4 per cent in 2006. The Bank's outlook for growth in 2005 is slightly lower than projected in the January *Update*, reflecting weaker-than-expected growth in the fourth quarter of 2004. Projected quarterly growth through the year, however, is unchanged from the January *Update*. While the Bank's growth projection for 2005 is the same as the latest Consensus outlook, the projection for 2006 is slightly higher.

. . . with the economy returning to its production capacity in the second half of 2006.

The Bank's projection assumes real GDP growth of 2 1/2 per cent, at an annual rate, during the first half of 2005. This is expected to move up to about 3 per cent in the second half of this year and to about 3 1/2 per cent over the four quarters of 2006. The lower rate of growth projected for the first half of 2005 stems mainly from the anticipated slowing in the rate of inventory accumulation. This outlook for growth implies a modest rise in excess supply in the first half of 2005 and a return to production capacity in the second half of 2006.

Were it to persist, the sluggish growth in labour productivity in the past two years would put the Bank's projection for potential output growth at risk. However, recent and projected increases in business investment, as well as continued rapid growth in labour productivity in the United States, make it reasonable to assume a resumption of productivity growth. In addition, there may be some upside risks to the trend rate of growth of labour inputs, at least over the near term. Therefore, at this time, the Bank continues to project growth in production capacity of 3 per cent. This is based on the assumptions of trend growth of 1 1/4 per cent in labour inputs and trend growth of 1 3/4 per cent in labour productivity.

Economic expansion is expected to be supported primarily by growth in final domestic demand . . .

Economic expansion in Canada this year and next is expected to be supported primarily by the continued substantial growth of final domestic demand (Table 3). This view is essentially unchanged from that of the January *Update*. As noted earlier, there is still considerable monetary stimulus supporting demand at this time. The Bank's outlook continues to incorporate a reduction of monetary stimulus over the projection period.

Capital spending by businesses is projected to increase even more strongly than last year, reflecting the global economic expansion and the associated high levels of prices for both energy and non-energy commodities, very favourable financial conditions, high profit levels, and further decreases in the prices of imported machinery and equipment. Ongoing gains in real incomes, the

effects of monetary stimulus, and the high level of consumer confidence (Chart 20) should contribute to further solid growth in consumer spending. However, following the rapid increases in recent years, housing investment, on balance, is expected to remain unchanged over this period. Spending on renovations is projected to rise strongly, offsetting the impact of anticipated reductions in housing starts and resale activity.

Table 3
Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2004	2005	2006
Consumption	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.9 (1.9)
Housing	0.5 (0.4)	0.1 (0.0)	-0.1 (0.0)
Government	0.6 (0.6)	0.7 (0.8)	0.9 (0.8)
Business fixed investment	0.7 (0.5)	1.0 (0.8)	0.8 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	*3.7 (3.4)*	*3.8 (3.6)*	*3.5 (3.6)*
Exports	1.9 (1.9)	0.9 (1.7)	2.2 (1.8)
Imports	-2.7 (-2.4)	-2.0 (-2.5)	-2.4 (-2.1)
Subtotal: Net exports	*-0.8 (-0.5)*	*-1.1 (-0.8)*	*-0.2 (-0.3)*
Inventories	-0.1 (-0.2)	-0.1 (0.0)	0.0 (0.0)
GDP	*2.8 (2.7)*	*2.6 (2.8)*	*3.3 (3.3)*

* Figures in parentheses are from the scenario in the January *Update*.

. . . which is projected to be partly offset by the drag on net exports arising from the past appreciation of the Canadian dollar.

This outlook incorporates the expectations that spending by all levels of government will rise at about the same rate as revenues, as governments continue to work to maintain fiscal balance.

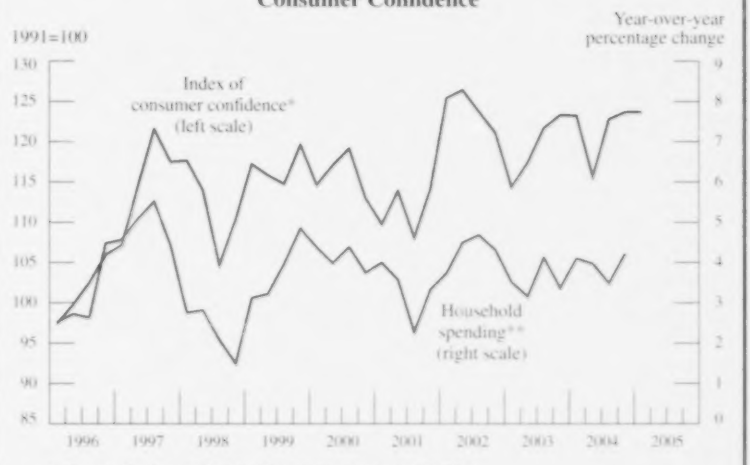
Further economic growth abroad, especially in the United States, should lead to increased demand for Canadian exports. However, this is expected to be more than offset by rapid growth in imports in both 2005 and 2006. The past appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to dampen the growth of Canada's exports and to boost import growth over the projection period. As well, imports will be boosted by strong investment in machinery and equipment.

In the January *Update*, the high level of oil prices was expected to have a slight adverse effect on aggregate demand in Canada in 2005, before the positive impact on investment and production in the energy sector became evident in 2006. Given the markedly

higher outlook for oil prices in this *Report*, the downside pressure on demand for Canadian exports and on household spending is likely to be somewhat larger than expected in the last *Update*. However, stronger-than-expected growth in capital spending by energy producers, based on recent investment intentions, should more than offset that negative effect by 2006.

Chart 20

Consumer Confidence



* Source: Conference Board of Canada (last data point 2005Q1)
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing investment

Measures of inflation expectations

Most measures of inflation expectations are little changed.

Most indicators of inflation expectations that the Bank follows have been little changed since mid-October, and many of the key medium- and longer-term measures remain very close to 2 per cent. In the regular survey reported in the winter issue of the Conference Board of Canada's *Index of Business Confidence*, 74 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less, virtually unchanged from last autumn. However, even though 93 per cent of firms in the Bank's spring *Business Outlook Survey* expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, 60 per cent of respondents expected inflation to be in the upper part of the range. On the other hand, the average private sector forecast for total CPI inflation in both 2005 and 2006 is just under 2 per cent. Consensus forecasts of inflation for 2007 and beyond also continue to be very close to 2 per cent.

Other factors affecting inflation

There remains a risk that the higher costs arising from the persistently high level of the global prices of energy and other raw materials could be passed through to the prices of non-energy goods and services. Indeed, there is some anecdotal evidence that part of the sharply higher costs of some metals is raising the prices of some durable goods, such as major appliances. The most recent experience, however, suggests that this pass-through effect is likely to be relatively small and spread out over time.

In contrast, the appreciation of the Canadian dollar since early 2003 is expected to be a continuing source of slight downward pressure on core inflation during the projection period. There also appear to be ongoing reductions in the world prices of some consumer goods as a result of increasing supplies from countries such as China.

Increases in average hourly earnings of permanent workers are expected to move up somewhat through 2006. Nevertheless, with labour-productivity growth anticipated to resume over this period, year-to-year gains in unit labour costs should remain at or below 2 per cent through the projection period.

Implications of money growth

Growth in the narrow money aggregates—M1+ and M1++—has slowed since the last *Report* (Chart 21) and is broadly consistent

Chart 21

Growth of Real GDP and M1+ and M1++

Quarter-over-quarter percentage change at annual rates

* Two-quarter moving average of growth in M1+ and M1++ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

with projected output growth of slightly above 2 per cent in the first quarter of 2005.

Since the October *Report*, the growth of M2++ has stabilized at just under 6 per cent on a year-over-year basis, despite the strength in the narrow money aggregates over the same period. This rate of growth for M2++ is consistent with inflation under 2 per cent (Chart 22).

Chart 22

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change

Inflation projection

Core inflation is expected to stay near 1.7 per cent for the rest of 2005 . . .

The small amount of excess supply projected for the Canadian economy should keep core inflation slightly below longer-run expectations through 2005 and most of 2006. The past and recent appreciation of the Canadian dollar is also expected to exert a small amount of downward pressure on the core rate during this period.

. . . before moving up to 2 per cent around the end of 2006.

The core rate of inflation is projected to stay near 1.7 per cent through to the end of 2005. With the economy expected to move back to its production potential in the second half of 2006 and with inflation expectations remaining well anchored, the core rate should rise gradually to 2 per cent around the end of 2006 (Table 4).

Total CPI inflation is expected to stay above 2 per cent into 2006.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be crucially affected by developments in the market for crude oil. Based on the scenario embodied in oil-price futures (Chart 19), total CPI inflation is projected to stay above 2 per cent for some time, before moving down slightly below 2 per cent in the second half of 2006.

Table 4
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2005				2006	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	1.7 *(1.7)*	1.6 *(1.6)*	1.7 *(1.7)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*
Total CPI	2.1 *(2.4)*	2.1 *(2.0)*	2.3 *(1.5)*	2.3 *(1.5)*	2.2 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*
WTI (level)**	50 *(47)*	56 *(47)*	57 *(45)*	57 *(45)*	56 *(43)*	54 *(42)*

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.
** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 April 2005.

Bibliography

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

_____. 2005. *Business Outlook Survey* (Spring).

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa.

_____. *Private and Public Investment in Canada, Intentions 2005*. Statistics Canada Catalogue No. 61-205-XIB (annual). Ottawa.

Conference Board of Canada. 2005. *Index of Business Confidence* (Winter).

_____. 2005. *Index of Consumer Attitudes* (March).

Consensus Economics Inc. 2005. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
website: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Avril 2005 –

Sommaire

Vue d'ensemble

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives de la poursuite d'une croissance vigoureuse sont assez favorables, surtout à court terme. Dans ce contexte, les prévisions pour l'économie canadienne d'ici la fin de 2006 demeurent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie canadienne continue de s'ajuster aux principaux changements en cours sur la scène internationale, notamment le réalignement des devises engendré par les déséquilibres mondiaux, la hausse des prix de l'énergie et des produits de base non énergétiques ainsi que la concurrence grandissante livrée par les pays à marché émergent.

Les ajustements sectoriels qui s'opèrent au pays en réponse à ces changements deviennent plus manifestes. De nombreuses industries productrices de matières premières sont en expansion, alors que les entreprises de certains autres secteurs ouverts au commerce international subissent des pressions associées à l'appréciation du huard et à la concurrence étrangère. Dans l'ensemble, le volume des exportations nettes bride l'activité. Mais grâce au dynamisme de la demande intérieure, quelques secteurs, dont le commerce de détail et de gros ainsi que le logement, connaissent une forte croissance. La politique monétaire canadienne continue de faciliter le processus d'ajustement en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près de son plein potentiel. La Banque estime que celle-ci fonctionne encore légèrement en deçà des limites de sa capacité de production.

Après avoir enregistré une augmentation notable en 2003 et en 2004, le cours du dollar canadien fluctue depuis le début de cette année à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 80 et 83 cents É.-U. environ.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion annualisé de quelque 2 1/2 % au premier semestre de 2005 et de 3 % au second. L'activité devrait s'accroître à un rythme

Faits saillants

- **On observe de plus en plus de signes témoignant de l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours sur la scène mondiale, notamment le réalignement des devises et le renchérissement des matières premières.**
- **Les prévisions de la Banque relatives à l'économie canadienne sont similaires à celles présentées dans la *Mise à jour* de janvier, avec une croissance d'environ 2 1/2 % en 2005 et de 3 1/4 % en 2006.**
- **Comme l'économie retournera à son plein potentiel au second semestre de 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter, pour atteindre le taux cible de 2 % vers la fin de la même année.**
- **À la lumière de cette projection, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.**
- **Ce scénario est entaché de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, qui demeurent liés en grande partie aux changements en cours sur la scène mondiale et aux modifications des prix relatifs qui les accompagnent.**

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire *préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Le* Rapport *se fonde sur l'information qui avait été reçue à la date d'annonce préétablie du 12 avril 2005.*

avoisinant 3 1/2 % tout au long de 2006, amenant ainsi l'économie à tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'an prochain.

En moyenne annuelle, la croissance s'établirait aux alentours de 2 1/2 % en 2005, soit un niveau légèrement inférieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de janvier, tandis que la projection pour 2006 reste à peu près inchangée, à environ 3 1/4 %.

La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain. Selon le scénario établi à partir des cours à terme du pétrole, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait rester légèrement au-dessus de 2 % cette année et descendre un peu en deçà de ce niveau au deuxième semestre de 2006.

On prévoit que la croissance de l'économie canadienne cette année et l'an prochain proviendra principalement de la demande intérieure, les exportations nettes ayant un effet modérateur sur l'activité. Afin de continuer à soutenir la demande globale, la Banque a décidé de maintenir à 2,5 % le taux cible du financement à un jour aux dates d'annonce préétablies du 1er mars et du 12 avril. À la lumière de la projection de la Banque, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.

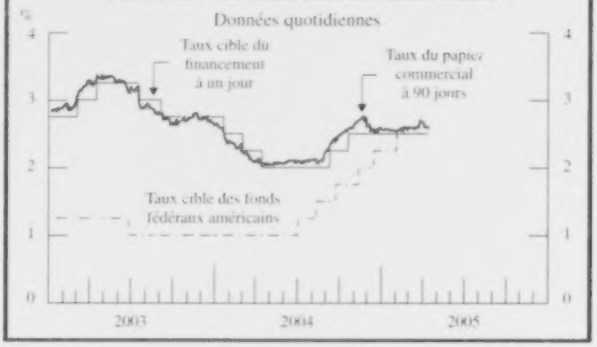
Les perspectives des économies mondiale et canadienne demeurent entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Parmi ces risques, mentionnons le rythme d'expansion en Asie ainsi que la trajectoire des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques. Un autre risque concerne la résorption des déséquilibres des balances courantes, notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister.

La plupart des incertitudes liées aux perspectives pour le Canada continuent d'avoir trait à la façon dont l'économie s'ajuste aux modifications des prix relatifs associées aux principaux changements en cours sur la scène internationale.

L'évolution récente

Après avoir progressé de 2,9 % en rythme annualisé au troisième trimestre de 2004, l'économie canadienne n'a crû que de 1,7 % au trimestre suivant. Ce résultat est inférieur aux projections formulées tant dans le *Rapport* d'octobre que dans la *Mise à jour* de janvier.

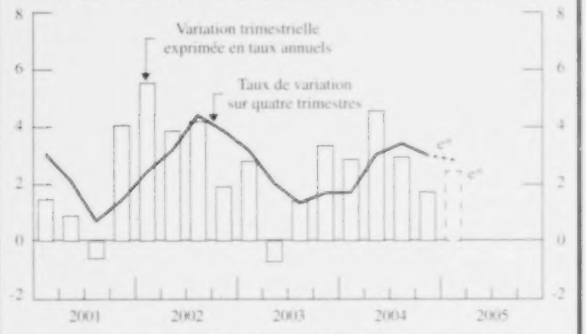
Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



Ce tassement tient surtout au recul des exportations au second semestre de 2004. Même si ce recul reflète en partie une baisse par rapport aux niveaux étonnamment élevés du deuxième trimestre, il traduit, plus fondamentalement, la poursuite de l'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien. En revanche, la demande intérieure finale s'est maintenue sur sa forte lancée en 2004. Les dépenses des ménages ont augmenté grâce à la détente monétaire et aux gains constants observés au chapitre des revenus réels. Les investissements des entreprises ont progressé à un rythme beaucoup plus vif vers la fin de l'année, et une accumulation des stocks a été observée au second semestre.

La croissance plus faible que prévu au quatrième trimestre a été largement contrebalancée par les révisions à la hausse apportées aux chiffres du PIB pour les trimestres précédents. Ainsi, le niveau de l'activité économique à la fin de 2004 était en gros conforme à celui auquel la Banque s'attendait dans la *Mise à jour* de janvier, et un peu en deçà du niveau auquel elle estime la production potentielle. Par conséquent, la Banque est encore d'avis qu'un mince écart de production était présent au sein de l'économie à la fin de l'an dernier. Cette opinion est généralement corroborée par les réponses données par les firmes aux questions concernant les pressions sur les capacités de production, lors de

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* publiée par la Banque au printemps.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été stable dans l'ensemble au cours de la dernière année, oscillant dans une fourchette comprise entre 1,5 et 1,8 %. Les autres mesures de l'inflation tendancielle sont également restées inférieures à la cible de 2 % visée par la Banque. La faible marge de capacités inutilisées et la diminution des prix des biens à forte teneur en importations ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence au-dessous de 2 %; cependant, en raison du renchérissement de l'énergie, le taux moyen d'accroissement de l'IPC global dépasse quelque peu ce niveau depuis le mois d'août 2004.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

À l'échelle internationale, l'évolution de la conjoncture a été généralement conforme aux prévisions, et l'on s'attend à ce que la croissance demeure relativement élevée (4 % environ) en 2005 et en 2006. Si les cours de l'or noir ont beaucoup augmenté, d'autres facteurs viennent soutenir l'essor de l'économie mondiale à court terme, notamment les conditions financières favorables. En outre, la vigueur continue des économies asiatiques autres que celle du Japon devrait contribuer davantage qu'on ne l'avait prévu à l'expansion de l'activité dans le monde.

La croissance de l'économie américaine demeure fondamentalement robuste. On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste vive et à ce que la dépréciation passée du billet vert stimule les exportations. Cependant, le relèvement des taux d'intérêt et des prix du pétrole aura vraisemblablement pour effet de freiner la dépense des ménages.

Au Canada, malgré le dynamisme de la demande extérieure, en particulier de celle provenant des États-Unis et de l'Asie, les exportations nettes devraient continuer à ralentir la croissance en 2005 et en 2006. Cela est dû à la fois à l'incidence de l'appréciation passée du dollar canadien, qui restreint l'avance des exportations et encourage les importations, et à la forte progression des investissements, constitués dans une grande proportion de biens importés.

L'expansion de l'économie canadienne cette année et l'an prochain devrait être alimentée principalement par la robustesse continue de la demande intérieure. La Banque s'attend à une croissance encore plus marquée qu'en 2004 des dépenses d'investissement des entreprises, sous l'impulsion des cours élevés des produits de base, des conditions financières favorables, de profits substantiels et de nouvelles réductions des prix des machines et du matériel importés. Il est probable également que la croissance vigoureuse de la dépense des ménages se poursuivra, en raison de la hausse anticipée des revenus réels, de la détente monétaire en place et du haut degré de confiance des consommateurs. Les investissements dans le secteur du logement ne devraient pas progresser, mais néanmoins demeurer fermes. Enfin, comme les administrations publiques à tous les échelons s'efforceront vraisemblablement de maintenir l'équilibre budgétaire, leurs dépenses devraient augmenter au même rythme que leurs recettes.

La Banque est toujours d'avis que l'escalade des cours du pétrole aura de faibles répercussions négatives sur la demande globale en 2005. En 2006, cependant, celles-ci devraient être plus que compensées par un accroissement des investissements et de la production dans le secteur de l'énergie.

Compte tenu du ralentissement escompté de l'accumulation des stocks, la Banque s'attend à ce que l'expansion s'établisse, en taux annuel moyen, à environ 2 1/2 % au premier semestre de 2005, à quelque 3 % au second semestre et aux alentours de 3 1/2 % tout au long de 2006.

Ce scénario, qui suppose une réduction du degré de détente monétaire durant la période de projection, implique que l'économie tournera de nouveau à son plein potentiel au second semestre de 2006.

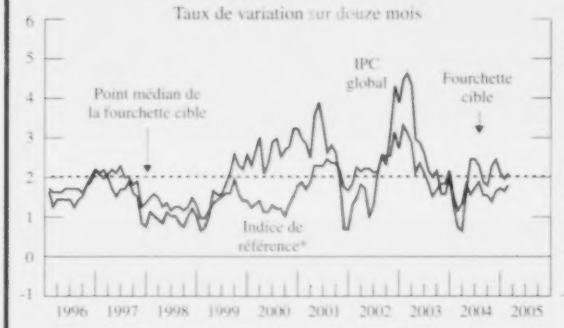
L'une des incertitudes entourant les perspectives a trait au taux de croissance tendanciel de la production potentielle. Ces deux dernières années, l'augmentation de la productivité du travail a été quasi nulle, et l'expansion des capacités de production a été largement alimentée par la rapide progression du facteur travail. Pour que ces capacités puissent s'accroître au taux de 3 % estimé par la Banque, le rythme d'augmentation de la productivité du travail doit regagner le taux de croissance tendanciel d'environ 1 3/4 % et s'y maintenir. La probabilité qu'un tel taux soit atteint est confortée par les hausses récentes et projetées des investissements des entreprises au Canada et par la poursuite de la vive accélération de la productivité du travail aux États-Unis.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer inférieure à 2 % tout au long de 2005 et durant la majeure partie de 2006, en raison de la persistance d'une petite offre excédentaire au sein de l'économie, de l'incidence du raffermissement du dollar canadien et du recul des prix de certains produits de consommation en provenance de pays tels que la Chine. Il est possible que la majoration des prix de l'énergie et d'autres produits de base se répercute sur les prix à la consommation, mais ce risque semble faible et les répercussions seraient sans doute étalées dans le temps.

Tout bien considéré, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de l'année. Comme on prévoit que la production retournera à son plein potentiel au deuxième semestre de 2006, et puisque les attentes d'inflation restent fermement arrimées, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait graduellement se hisser à 2 % vers la fin de 2006. Selon un scénario élaboré à partir des cours à terme du pétrole, le rythme d'augmentation de l'IPC global devrait demeurer supérieur à 2 % pendant quelque temps, puis se replier en deçà de ce niveau au second semestre de 2006.

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global

Taux de variation sur quatre trimestres*

	2005				2006	
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	1,7 *(1,7)*	1,6 *(1,6)*	1,7 *(1,7)*	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*	1,9 *(1,9)*
IPC global	2,1 *(2,4)*	2,1 *(2,0)*	2,3 *(1,5)*	2,3 *(1,5)*	2,2 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*
WTI (niveau)**	50 *(47)*	56 *(47)*	57 *(45)*	57 *(45)*	56 *(43)*	54 *(42)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2005.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 avril 2005.

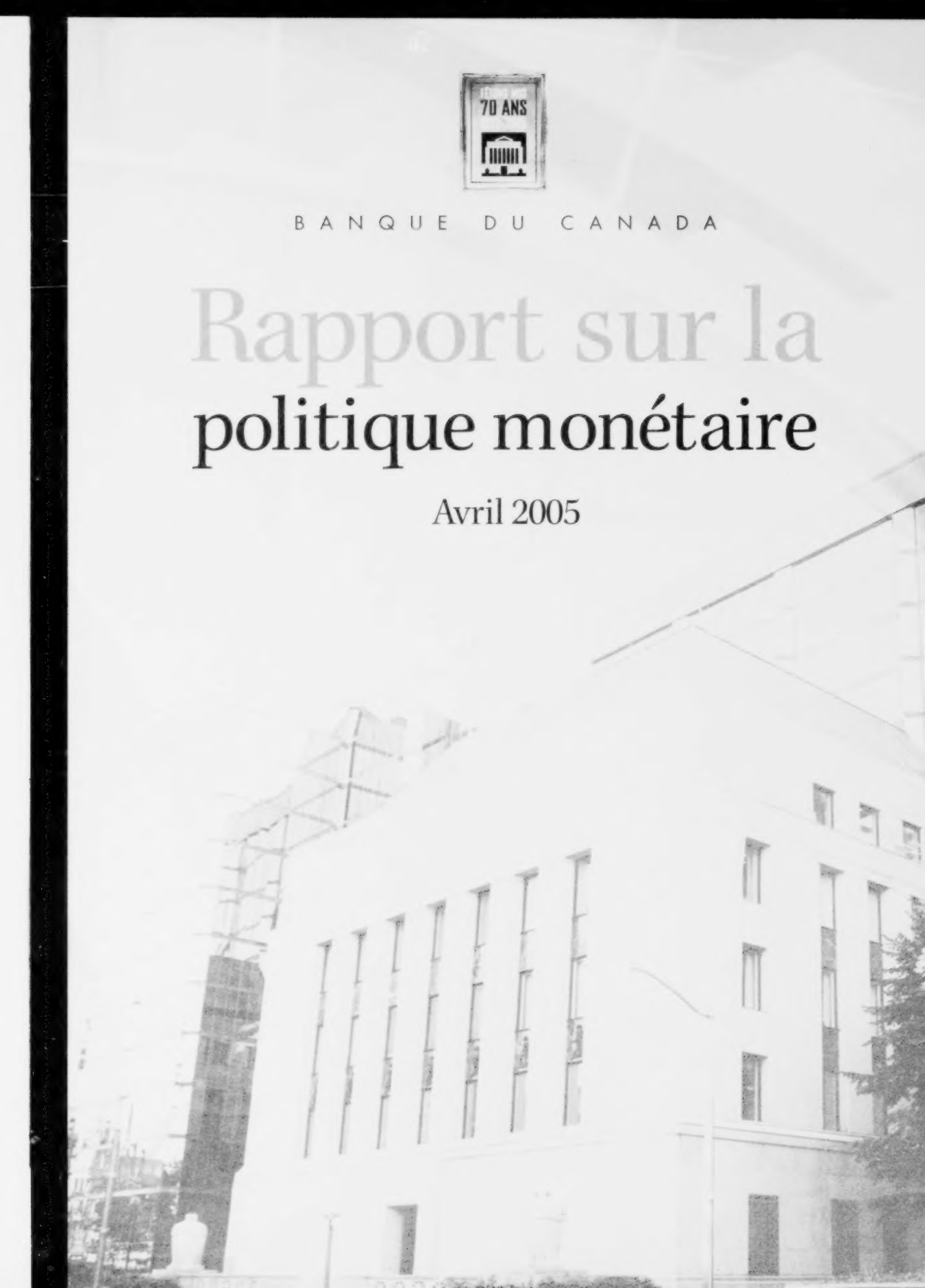
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2005



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5282
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2005 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.

L'économie canadienne a dû s'adapter aux brusques fluctuations non seulement de la valeur externe de notre dollar mais aussi de la demande étrangère de beaucoup de nos biens et services. Les cibles d'inflation fournissent à la Banque une ligne directrice solide pour faire face à l'appréciation de la monnaie, ce qui nous permet de nous concentrer sur la stabilisation macroéconomique au moment où les divers secteurs de l'économie composent avec le choc de taux de change.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
21 mars 2005

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9

3. L'évolution financière 22

Les conditions du crédit 22
Les courbes de rendement et le taux de change 24

4. Les perspectives 26

La conjoncture internationale 26
La demande et l'offre globales au Canada ... 30
Les mesures des attentes relatives à l'inflation 33
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 33
L'incidence de l'expansion monétaire 34
Les prévisions relatives à l'inflation 35

Bibliographie 37

Notes techniques

1. L'ajustement économique et la croissance de la productivité 15
2. L'émergence des économies asiatiques : conséquences pour le Canada 29

Avant-propos : Dix années de publication du *Rapport sur la politique monétaire*

Il y a dix ans ce printemps, la Banque du Canada lançait sa nouvelle publication semestrielle, le *Rapport sur la politique monétaire*.

Dans l'introduction de la toute première livraison, on pouvait lire ce qui suit :

> Le contenu de ce rapport reflète le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire que définissent les trois éléments suivants : i) un objectif clair; ii) une perspective à moyen terme (les mesures de politique monétaire ne faisant sentir pleinement leurs effets sur l'économie qu'avec un long décalage); iii) la reconnaissance du fait que la politique monétaire exerce son action par le jeu des taux d'intérêt et du taux de change.
>
> La politique monétaire menée au Canada a pour objet ultime de favoriser la bonne tenue générale de l'économie. Et c'est en maintenant la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la réalisation de cet objectif. La stabilité des prix est donc un moyen de parvenir à une fin et non une fin en soi.

Le cadre de mise en œuvre de notre politique a été perfectionné au cours des années, mais les énoncés ci-dessus demeurent aussi pertinents aujourd'hui qu'ils l'étaient en 1995. La décennie écoulée est celle où le Canada a affiché la plus longue période de bons résultats économiques des 35 dernières années. Le régime explicite de cibles d'inflation en vigueur au pays a grandement contribué à cette réalisation. L'introduction du *Rapport sur la politique monétaire* a constitué un pas déterminant vers la transparence de la conduite de la politique monétaire par la Banque. Les changements apportés au fil du temps en vue de rendre le *Rapport* plus limpide ont permis à celui-ci de continuer à améliorer nos communications avec le public.

Le Conseil de direction

1. VUE D'ENSEMBLE

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives de la poursuite d'une croissance vigoureuse sont assez favorables, surtout à court terme. Dans ce contexte, les prévisions pour l'économie canadienne d'ici la fin de 2006 demeurent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie canadienne continue de s'ajuster aux principaux changements en cours sur la scène internationale, notamment le réalignement des devises engendré par les déséquilibres mondiaux, la hausse des prix de l'énergie et des produits de base non énergétiques ainsi que la concurrence grandissante livrée par les pays à marché émergent.

Les ajustements sectoriels qui s'opèrent au pays en réponse à ces changements deviennent plus manifestes. De nombreuses industries productrices de matières premières sont en expansion, alors que les entreprises de certains autres secteurs ouverts au commerce international subissent des pressions associées à l'appréciation du huard et à la concurrence étrangère. Dans l'ensemble, le volume des exportations nettes bride l'activité. Mais grâce au dynamisme de la demande intérieure, quelques secteurs, dont le commerce de détail et de gros ainsi que le logement, connaissent une forte croissance. La politique monétaire canadienne continue de faciliter le processus d'ajustement en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près de son plein potentiel. La Banque estime que celle-ci fonctionne encore légèrement en deçà des limites de sa capacité de production.

Après avoir enregistré une augmentation notable en 2003 et en 2004, le cours du dollar canadien fluctue depuis le début de cette année à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 80 et 83 cents É.-U. environ.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion annualisé de quelque 2 1/2 % au premier semestre de 2005 et de 3 % au second. L'activité devrait s'accroître à un rythme avoisinant 3 1/2 % tout au long de 2006, amenant ainsi l'économie à tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'an prochain.

En moyenne annuelle, la croissance s'établirait aux alentours de 2 1/2 % en 2005, soit un niveau légèrement inférieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de janvier, tandis que la projection pour 2006 reste à peu près inchangée, à environ 3 1/4 %.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 12 avril 2005.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'octobre

7 décembre — taux maintenu à 2,5 %

25 janvier — aucune modification

1er mars — aucune modification

12 avril — aucune modification

La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain. Selon le scénario établi à partir des cours à terme du pétrole, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait rester légèrement au-dessus de 2 % cette année et descendre un peu en deçà de ce niveau au deuxième semestre de 2006.

On prévoit que la croissance de l'économie canadienne cette année et l'an prochain proviendra principalement de la demande intérieure, les exportations nettes ayant un effet modérateur sur l'activité. Afin de continuer à soutenir la demande globale, la Banque a décidé de maintenir à 2,5 % le taux cible du financement à un jour aux dates d'annonce préétablies du 1er mars et du 12 avril. À la lumière de la projection de la Banque, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.

Les perspectives des économies mondiale et canadienne demeurent entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Parmi ces risques, mentionnons le rythme d'expansion en Asie ainsi que la trajectoire des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques. Un autre risque concerne la résorption des déséquilibres des balances courantes, notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister.

La plupart des incertitudes liées aux perspectives pour le Canada continuent d'avoir trait à la façon dont l'économie s'ajuste aux modifications des prix relatifs associées aux principaux changements en cours sur la scène internationale.

Graphique 1

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

Données quotidiennes

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a oscillé dans une fourchette de 1,5 à 1,8 %.

Au cours de la dernière année, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été relativement stable, oscillant dans une fourchette de 1,5 à 1,8 %. L'escalade des cours du pétrole brut observée depuis la fin de 2003 a fait monter le taux d'accroissement moyen de l'IPC global à un peu plus de 2 % pendant la même période.

L'inflation et la cible de 2 %

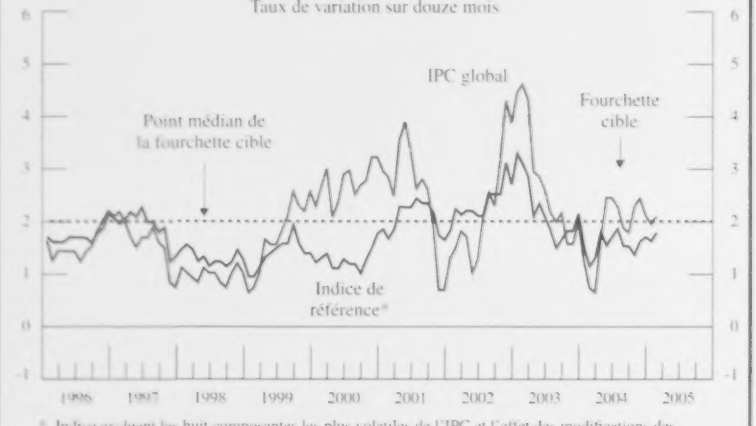
L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,5 % en août 2004 à 1,8 % en février, demeurant ainsi en deçà de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque (Graphique 2)[1]. Cette hausse correspond essentiellement à celle qui avait été évoquée dans la *Mise à jour* de janvier. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées inférieures à la cible de 2 % (Graphique 3).

La présence de capacités excédentaires modestes au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et de 2004 a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence un peu en deçà du taux attendu à plus long terme. Un repli additionnel des prix de nombreux biens à forte teneur en importations, attribuable à l'appréciation du dollar canadien et à la baisse continue des cours mondiaux de certains produits de consommation, a également continué à tirer vers le bas l'inflation

Graphique 2

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois

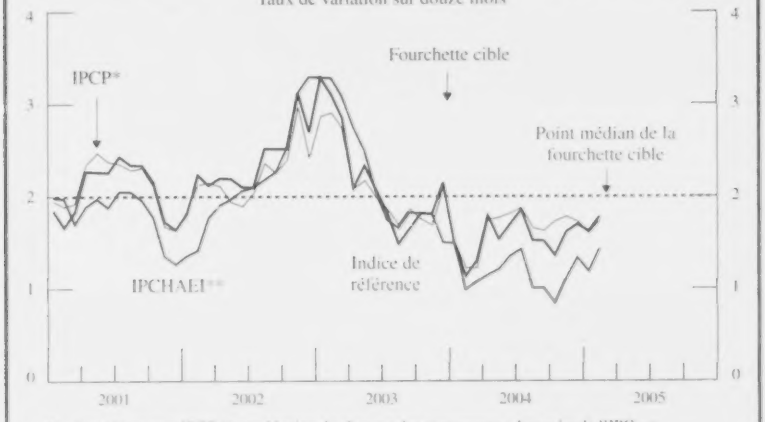


* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Graphique 3

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

mesurée par l'indice de référence durant la période. Le taux d'augmentation du coût de remplacement par le propriétaire, une composante importante des frais de logement inclus dans l'indice de référence, a aussi légèrement reculé depuis juillet 2004 en raison de la hausse moins rapide, en glissement annuel, des prix des logements neufs. Les variations des prix des automobiles attribuables aux modifications des programmes d'incitation à l'achat offerts par les fabricants expliquent une bonne part des mouvements à court terme enregistrés par l'inflation mesurée par l'indice de référence depuis le milieu de 2004.

Le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi, en moyenne, juste au-dessus de 2 % depuis août 2004.

Depuis août 2004, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'est établi, en moyenne, juste au-dessus de 2 %. Le niveau plus élevé de ce taux par rapport à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence est dû surtout à l'incidence de la hausse substantielle des prix des produits énergétiques sur certaines composantes de l'IPC. En février, notamment, on a observé de fortes majorations des prix de détail de l'essence, du mazout, du gaz naturel et du transport interurbain par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

La croissance de l'activité économique au quatrième trimestre a été inférieure aux prévisions.

Comme on s'y attendait au moment de la livraison du *Rapport* d'octobre, le PIB réel du Canada a progressé de 2,9 % en rythme annualisé au troisième trimestre de 2004 (Graphique 4). Au quatrième trimestre, la croissance de l'économie a décéléré pour s'établir à 1,7 %, en glissement annuel, ce qui est inférieur aux taux avancés dans le dernier *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier. Au deuxième semestre de 2004, les exportations ont été beaucoup plus faibles dans l'ensemble qu'on ne l'avait projeté, mais leur ralentissement a été partiellement compensé par des investissements en stocks étonnamment élevés. On estime que l'expansion de l'activité au premier trimestre de 2005 a probablement été de l'ordre de 2 1/2 %.

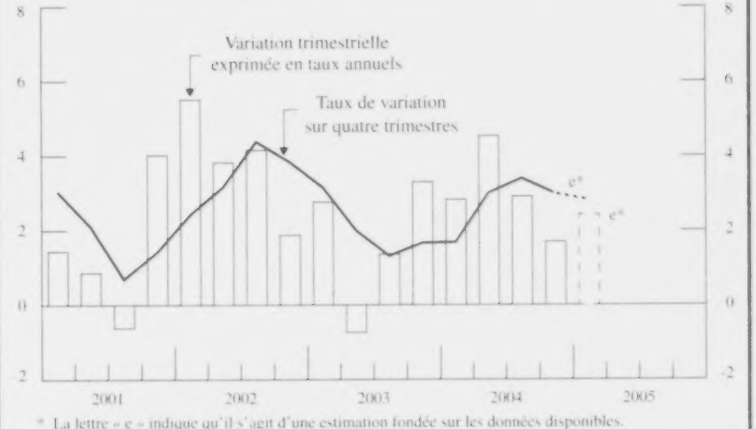
Les exportations ont reculé au deuxième semestre de 2004, en raison notamment de l'appréciation antérieure du dollar canadien.

La demande intérieure finale s'est maintenue sur sa forte lancée durant la deuxième moitié de 2004. En réaction à cette avance et aux craintes de retards dans les livraisons, les investissements en stocks se sont nettement accrus. En revanche, le volume des exportations nettes a fléchi (Graphique 5).

Les exportations canadiennes ont accusé une chute marquée au second semestre de l'an dernier. Même si ce recul reflète en grande partie le renversement de l'essor surprenant enregistré au premier semestre, il traduit, plus fondamentalement, la poursuite du processus d'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien. Celui-ci a été particulièrement manifeste dans les composantes des exportations où la différenciation des produits est marquante (Graphique 6). De fait, durant les six derniers mois de l'an dernier,

Graphique 4

Produit intérieur brut du Canada en termes réels

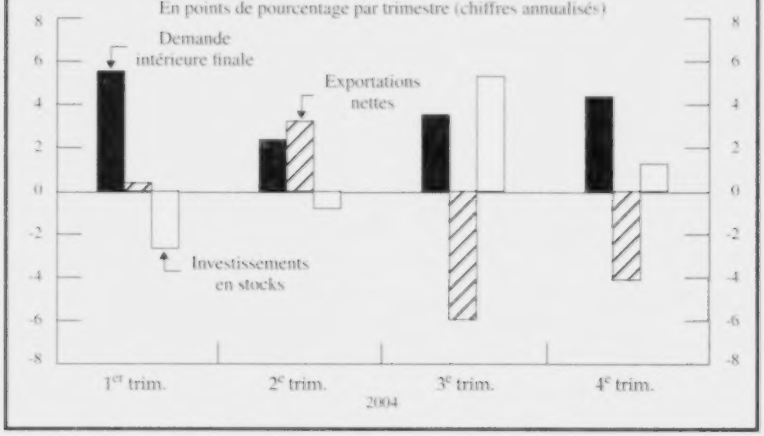


* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Graphique 5

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)

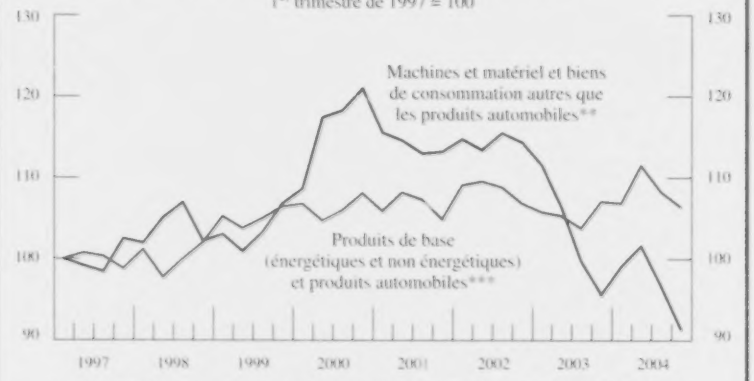


les exportations en volume de machines, de matériel et de produits autres que ceux de l'industrie automobile ont repris, par rapport aux indicateurs de l'activité à l'étranger, le fort mouvement de baisse qui s'était amorcé en 2003. Par contre, malgré les fluctuations enregistrées pendant l'année, les exportations de produits de base en proportion de la production industrielle américaine

Graphique 6

Indice des ratios des exportations à l'activité*

1er trimestre de 1997 = 100



* Ratios globaux représentant la moyenne pondérée des ratios des exportations à l'activité pour les différentes composantes des exportations.

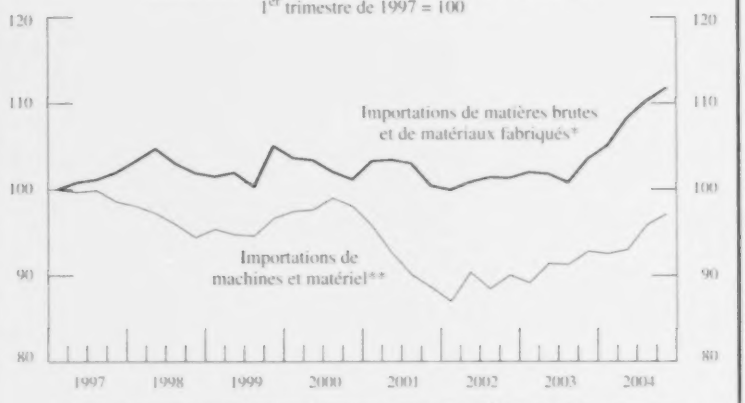
** Dans le cas des exportations de machines et matériel, les dépenses d'investissement en machines et matériel aux États-Unis servent d'indicateur de l'activité à l'étranger. Dans le cas des exportations de biens de consommation autres que les produits automobiles, ce sont les dépenses en biens de consommation autres que les produits automobiles aux États-Unis qui servent d'indicateur.

*** En ce qui concerne les exportations de produits de base, l'indicateur de l'activité à l'étranger est la production industrielle aux États-Unis. Pour ce qui est des exportations de véhicules automobiles et des exportations de pièces, on se fonde respectivement sur les ventes et sur la production de véhicules dans ce pays.

Graphique 7

Indice des ratios des importations à l'activité

1er trimestre de 1997 = 100



* En ce qui concerne les importations de matières brutes et de matériaux fabriqués, l'indicateur de l'activité intérieure est la production industrielle au Canada.

** En ce qui concerne les importations de machines et matériel, l'indicateur de l'activité intérieure est la somme des investissements en machines et matériel au Canada et des exportations de machines et matériel.

étaient, à la fin de 2004, sensiblement au même niveau qu'en 2003. Les exportations de produits automobiles ont peu varié également durant la dernière année par rapport aux indicateurs de l'activité dans l'industrie automobile aux États-Unis.

Au chapitre des composantes de la demande intérieure finale, signalons que les investissements des entreprises ont crû à un rythme beaucoup plus vif vers la fin de l'année. Les dépenses des ménages ont aussi augmenté considérablement grâce à la détente monétaire en place et aux gains soutenus observés au chapitre des revenus réels.

La poussée de la demande intérieure finale a été satisfaite en partie par une hausse appréciable des importations. L'accroissement des investissements en stocks a aussi contribué à stimuler les importations. Le volume des importations a affiché une progression marquée par rapport aux indicateurs de l'activité intérieure, surtout au titre des machines et du matériel ainsi que des matières brutes et des matériaux fabriqués, laquelle tient en partie à l'appréciation du dollar canadien et à une concurrence grandissante de la part des pays à marché émergent où les coûts sont faibles (Graphique 7)[2].

2. On estime toujours que les importations se situaient en deçà du niveau correspondant à leurs valeurs fondamentales de long terme à la fin de 2004, puisque leur ajustement à l'appréciation cumulative considérable du dollar canadien n'était que partiel. Toutefois, de nouvelles études économétriques sur les importations, dans lesquelles on remplace la variable relative au revenu global par des composantes individuelles de la demande, semblent indiquer que l'écart par rapport aux valeurs fondamentales de long terme est sensiblement plus faible que celui qui est décrit dans la Note technique 3 du *Rapport* d'octobre.

L'ajustement à la conjoncture internationale

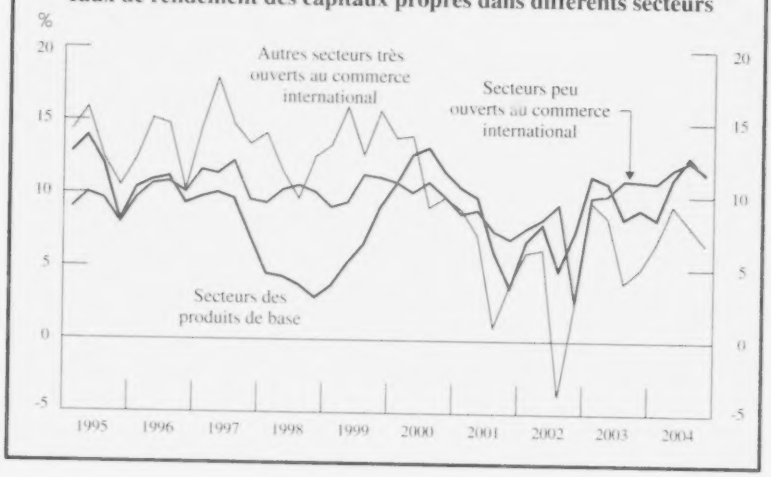
Plus de signes témoignent des ajustements auxquels procèdent les entreprises face aux grands changements en cours sur la scène internationale...

L'économie canadienne continue de s'adapter aux grands changements en cours sur la scène internationale, dont le réalignement prononcé des monnaies, y compris du dollar canadien; les cours élevés du pétrole brut et des produits de base non énergétiques; et l'incidence grandissante de l'essor de la Chine et de l'Inde sur l'économie mondiale. Depuis la parution de la livraison d'octobre du *Rapport*, de nouveaux signes sont venus témoigner de l'effet sectoriel de ces facteurs et de la réaction des entreprises touchées.

Au cours des trois premiers trimestres de 2004, la solide expansion de l'activité à l'échelle mondiale a accru la rentabilité dans la plupart des secteurs très ouverts au commerce international (Graphique 8)[3]. Au dernier trimestre de l'an dernier, cependant, les marges bénéficiaires se sont rétrécies dans beaucoup de ces secteurs en raison du repli de la demande extérieure de produits canadiens et de l'appréciation supplémentaire du dollar canadien observée à partir du milieu de 2004. Résultat, le niveau

Graphique 8

Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



3. On calcule l'ouverture nette au commerce international en ajoutant à la part de la production qui est exportée celle de la consommation intérieure qui est satisfaite par les importations, et en retranchant du résultat obtenu celle des intrants importés dans la production. Un secteur qui affichait un taux d'ouverture nette d'au moins 0,5 en 2001 est considéré comme étant fortement exposé à la concurrence ou au commerce international.

d'activité global des secteurs fortement exposés à la concurrence étrangère n'a affiché qu'une croissance marginale du mois d'août 2004 à janvier 2005. En revanche, la production a enregistré de nouveaux gains substantiels dans la plupart des industries peu exposées à cette concurrence, telles que le logement, le commerce de détail et de gros, la finance, l'assurance et l'immobilier. Certaines d'entre elles ont également bénéficié de la baisse des coûts des produits importés.

On peut s'attendre à ce que l'évolution à l'échelle internationale entraîne un déplacement important de l'activité entre les grandes branches de l'économie canadienne, en bonne partie sous l'effet des réaffectations majeures des dépenses d'investissement au niveau sectoriel en réaction aux changements persistants attendus au chapitre de la rentabilité.

... comme le montre la composition sectorielle des dépenses d'investissement des entreprises.

Dans ce contexte, la hausse cumulative la plus marquée des dépenses et des intentions d'investissement, pour 2004 et 2005, a été enregistrée par les industries productrices de matières premières, qui bénéficient du redressement marqué des cours mondiaux des produits de base et de la perspective que ce renchérissement se poursuive un certain temps (Tableau 1). L'augmentation des investissements est particulièrement prononcée dans les secteurs de l'extraction pétrolière et gazière, des activités minières et de la fabrication de produits en bois. La vive progression de la demande intérieure finale ces dernières années a aussi fait bondir les dépenses d'investissement dans de nombreux secteurs peu ouverts au commerce international, notamment la production d'électricité, la finance et les assurances, l'information et la culture, et les produits raffinés du pétrole. En outre, dans beaucoup d'industries productrices de matières premières ou peu exposées aux échanges internationaux, une part importante de la hausse des dépenses d'investissement a été consacrée à l'accroissement des capacités de production.

Par contre, des pressions à la baisse prolongées pourraient bien s'exercer sur la rentabilité dans de nombreuses industries très ouvertes à la concurrence internationale (à l'exception de celles produisant de l'énergie et d'autres produits de base), en raison principalement de la montée du dollar canadien et de la concurrence grandissante livrée par des pays tels que la Chine et l'Inde. Par conséquent, les investissements dans ces industries semblent viser l'abaissement des coûts et l'amélioration de la compétitivité plutôt que l'augmentation de la capacité de production.

Tableau 1
Dépenses d'investissement en dollars courants
Variation annuelle en pourcentage

Secteur	2003	2004	2005
Ensemble du secteur privé	2,9	6,5	8,8
Extraction pétrolière et gazière	13,9	8,2	12,0
Autres industries productrices de matières premières	6,1	6,0	12,9
Autres secteurs manufacturiers très ouverts à la concurrence ou au commerce international*	1,4	-3,5	10,9
Secteurs peu ouverts au commerce international	-0,4	7,2	7,0

* Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets
Source : Statistique Canada, *Investissements privés et publics au Canada. Perspectives 2005*

De façon plus générale, les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* que mène périodiquement la Banque indiquent que beaucoup de firmes désavantagées par les changements survenus sur la scène internationale prennent diverses mesures dans le but d'accroître leur productivité et de diminuer leurs coûts. Par exemple, un nombre croissant de producteurs choisissent de comprimer leurs coûts en augmentant leurs importations d'intrants en provenance d'Asie. D'autres s'ajustent à l'appréciation du dollar canadien en délaissant graduellement la production de biens et services peu rentables pour se concentrer sur celle de produits et services offrant de meilleurs rendements.

L'adaptation des entreprises à l'évolution de la conjoncture économique mondiale a aussi continué de se refléter dans les modifications de la composition sectorielle de l'emploi. Depuis la fin de 2003, l'emploi a eu tendance à progresser dans les secteurs des produits de base et dans ceux qui sont peu exposés à la concurrence étrangère alors qu'il a chuté dans les branches de l'industrie manufacturière très ouvertes aux échanges internationaux, sous l'effet, dans une certaine mesure, de la substitution du travail en faveur du capital afin de réduire les coûts. Les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* publiés au printemps révèlent que la croissance de l'emploi au cours des douze prochains mois sera concentrée dans le secteur des services.

Cette réaffectation du capital et du travail implique des coûts d'ajustement pouvant entraîner un ralentissement temporaire du rythme d'accroissement de la productivité et, par conséquent, de celui de la production potentielle (Note technique 1).

Note technique 1

L'ajustement économique et la croissance de la productivité

L'économie canadienne s'ajuste aux changements importants en cours sur la scène mondiale, notamment le réalignement des devises, y compris du dollar canadien, et l'escalade des prix des matières premières. Ces chocs sont en grande partie d'ordre structurel et impliquent que le capital et la main-d'œuvre seront davantage affectés à la production de matières premières et de biens et services non échangeables plutôt qu'à la fabrication de biens non tributaires des produits de base. Cette réaffectation exigera toutefois un certain temps, et la croissance de la productivité pourrait être moins élevée durant la période d'adaptation.

Dans bien des cas, les entreprises s'assurent d'abord que les effets du choc sont permanents avant de réaménager leurs effectifs. Les travailleurs qui possèdent des compétences liées à une industrie particulière pourraient avoir besoin d'un recyclage ou d'autres formes d'aide pour devenir pleinement fonctionnels dans les secteurs économiques en expansion. Il se peut que ces travailleurs doivent changer de lieu de travail et qu'une fois en poste, ils mettent un certain temps à acquérir les compétences propres à l'entreprise qui sont souvent associées aux gains de productivité. Ainsi, les importants déplacements de la main-d'œuvre entre les secteurs ont tendance au départ à freiner la croissance de la productivité.

En ce qui concerne le capital, il existe généralement des délais entre la décision d'investir, l'acquisition du capital et l'intégration de celui-ci au processus de production, que ce soit pour accroître les capacités ou pour rendre la production plus efficiente. Lorsque l'investissement porte sur les machines et le matériel plutôt que sur les bâtiments et les ouvrages de génie, les coûts d'ajustement sont un facteur important à considérer. Ainsi, malgré les investissements substantiels dans les technologies de l'information et des communications (TIC) au cours de la dernière décennie, la croissance de la productivité est d'abord demeurée anémique, surtout à l'extérieur du secteur de la production des TIC. Cette situation tient au fait que des investissements physiques dans les nouvelles technologies ne suffisent pas à réaliser des gains de productivité généralisés. Les entreprises doivent former leurs employés à l'utilisation des nouvelles technologies ou attendre d'embaucher de nouveaux diplômés à mesure qu'ils sont disponibles. Elles peuvent également être contraintes de réorganiser leur milieu de travail pour tirer pleinement parti de ces technologies. Les coûts d'ajustement qui en résultent provoquent une baisse temporaire de la production mesurée et, partant, de la croissance de la productivité jusqu'à la fin de la période d'adaptation. Il peut s'écouler quelques années avant que l'investissement dans les nouvelles technologies ne se traduise par une accélération de la productivité.

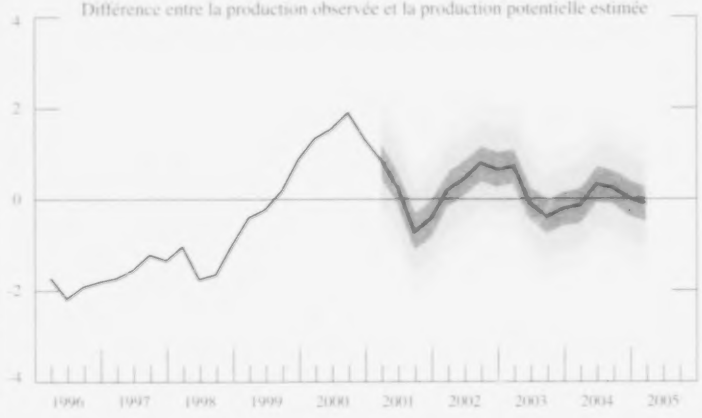
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

À la fin de 2004, le niveau de l'activité économique était conforme dans l'ensemble à celui auquel la Banque s'attendait dans la *Mise à jour* de janvier. Bien que la croissance de la production au quatrième trimestre de 2004 ait été un peu moins vive que prévu, ce résultat a été en grande partie compensé par les révisions à la hausse des chiffres de Statistique Canada sur le rythme de l'expansion plus tôt dans l'année. Parallèlement, l'estimation de la production potentielle selon la mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse pour l'année 2004 par rapport à celle qu'elle avait utilisée pour la *Mise à jour* de janvier[4]. En conséquence, selon l'écart de production dérivé de cette mesure, l'économie tournait à peu près à plein régime au quatrième trimestre de 2004, et non quelque peu en deçà de ses capacités effectives, comme on l'estimait en janvier (Graphique 9).

Graphique 9

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2005 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

D'autres indicateurs font état de pressions plus grandes sur l'appareil de production que ne le laissent supposer les mesures

4. On estime maintenant que le taux annuel d'augmentation de la production potentielle était de 2,7 % en 2004, alors qu'on l'évaluait à 2,9 % à l'époque de la *Mise à jour*.

usuelles. Par exemple, l'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles au quatrième trimestre de 2004 est demeurée considérablement plus élevée que la moyenne calculée pour la période de 2000 à 2003, la croissance de ces capacités s'étant avérée relativement lente au cours des dernières années en raison de la faiblesse des dépenses d'investissement et de la mise au rancart de certaines capacités non rentables par suite de modifications des prix relatifs.

Il importe toutefois de souligner que, selon plusieurs autres indicateurs, la marge de capacités excédentaires serait plus importante que ne le laisse croire la mesure habituelle. Dans l'ensemble, en effet, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessous de 2 %, le point médian de la fourchette cible, depuis le milieu de 2003. De même, les augmentations salariales sont restées très modérées et la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre ou des difficultés à satisfaire un accroissement imprévu de la demande a été inférieure à la moyenne d'après les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* parue au printemps.

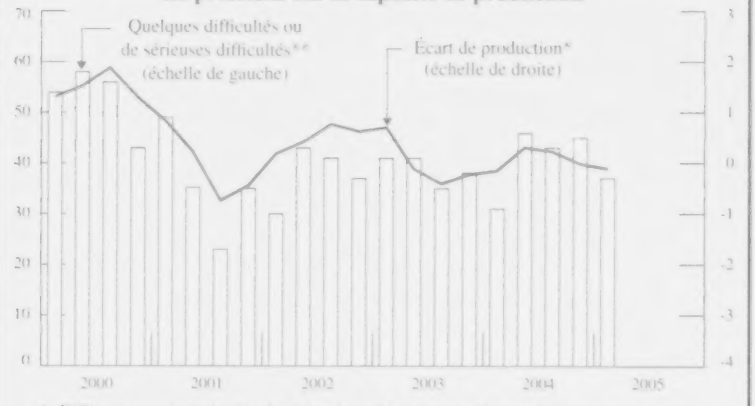
En raison du processus d'ajustement continu aux changements survenus sur la scène mondiale, le volume des capacités inutilisées varie d'un secteur et d'une région à l'autre. Mais la politique monétaire doit tenir compte de l'économie dans son ensemble.

L'examen que fait la Banque de tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, y compris les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*, l'amène à conclure que l'offre au sein de l'économie canadienne affiche un excédent légèrement supérieur à ce que laisse entrevoir sa mesure habituelle (Graphique 10). Ce point de vue sur la taille de l'écart de production actuel est similaire à celui que la Banque formulait dans la *Mise à jour* de janvier.

La Banque estime que l'écart de production est légèrement supérieur à ce que laisse entrevoir sa mesure habituelle.

Graphique 10

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2005 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents, semble s'être maintenu dans une fourchette allant de 2 1/4 à 3 1/4 % depuis le milieu de 2004 (Graphique 11). Le rythme d'accroissement en glissement annuel d'une autre mesure des salaires, soit le revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises, était quelque peu inférieur, s'établissant à 2 % à la fin de l'année.

Au quatrième trimestre, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté d'un peu moins de 2 % par rapport à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

Il reste que la situation varie considérablement d'une région à l'autre du pays. Dans l'Ouest, par exemple, où les pénuries de main-d'œuvre sont plus fréquentes, les hausses salariales ont généralement été supérieures à celles accordées ailleurs au pays.

La productivité n'ayant enregistré que de modestes gains au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont augmenté d'un peu moins de 2 % au quatrième trimestre de 2004 comparativement aux niveaux où ils se situaient un an plus tôt (Graphique 12). De fait, la croissance de la productivité était étonnamment faible en 2003 et en 2004, accusant ainsi un ralentissement marqué par rapport à la moyenne enregistrée à ce chapitre entre 1998 et

Graphique 11

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

* Source : *Information population active* (données les plus récentes : mars 2005)
** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes : janvier 2005)

Graphique 12

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres

* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

2002[5]. Ce tassement a touché tous les secteurs et il tranche nettement avec ce qui se produit aux États-Unis[6]. L'hypothèse utilisée par la Banque au sujet du rythme de progression de la productivité dans son scénario de référence est présentée à la section 4 du présent *Rapport*.

La croissance du revenu a été stimulée par l'amélioration des termes de l'échange.

Grâce à l'envolée des prix mondiaux des exportations canadiennes de produits énergétiques et de nombreuses matières industrielles, les termes de l'échange du Canada se sont améliorés considérablement en 2004[7]. Par conséquent, l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) a augmenté de 4,2 % entre les quatrièmes trimestres de 2003 et de 2004 (Graphique 13). En comparaison, les prix des biens et services achetés par les Canadiens se sont accrus de 2 % au cours de la même période. L'amélioration des termes de l'échange a ainsi donné lieu à une hausse notable du revenu réel, qui s'est reflétée dans la montée des profits des entreprises et des recettes fiscales de l'État.

Le cours du pétrole brut s'est encore élevé depuis la fin de 2004, les prévisions concernant la demande mondiale de pétrole ayant été révisées à la hausse et les projections relatives à l'offre en provenance des pays hors OPEP ayant été revues à la baisse. Les prix des produits de base non énergétiques se sont également accrus depuis la fin de 2004 (Graphique 14). Le renforcement de la demande a contribué à un renchérissement du bois d'œuvre et de la pâte à papier. Parallèlement, la vigueur persistante de la demande mondiale et un certain nombre de réductions envisagées de la production ont donné lieu à une nouvelle augmentation des prix des métaux.

5. Il ne faut pas perdre de vue que les estimations relatives à la croissance de la productivité pour 2003 et 2004 publiées par Statistique Canada sont préliminaires et susceptibles d'être révisées à mesure que des données de référence plus fiables deviendront disponibles.
6. Il serait étonnant que des coûts d'ajustement comme ceux décrits dans la Note technique 1 aient contribué de façon notable au ralentissement signalé.
7. Durant les trois dernières années, les termes de l'échange du Canada ont grimpé d'un peu plus de 16 %.

Graphique 13

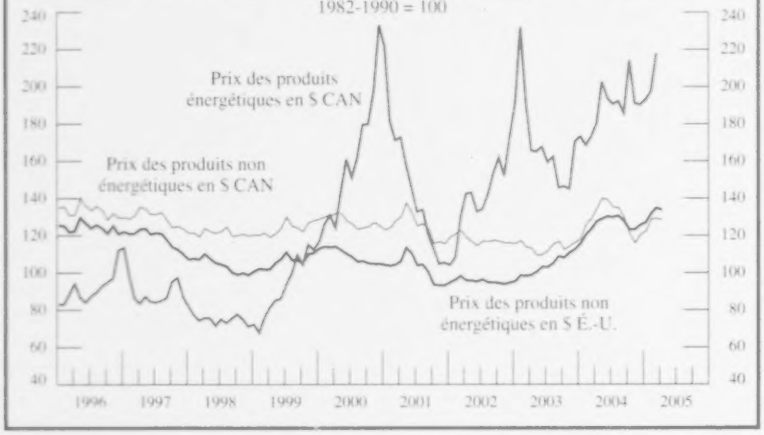
Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation sur douze mois

Graphique 14

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières dans le monde sont restées très favorables...

Les conditions financières dans le monde et au Canada sont restées très favorables depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci avoisinent des creux historiques. Un redressement a été observé au cours des derniers mois sur les marchés boursiers, où la volatilité est demeurée faible. Sous l'effet de l'assainissement constant des bilans des banques canadiennes, de la vive concurrence que se livrent les établissements de crédit et de la demande de financement modeste, les modalités des prêts bancaires ont continué de s'assouplir au pays. L'accélération de la croissance du crédit aux entreprises se poursuit, en raison surtout de la vigueur de l'offre. Parallèlement, la robuste expansion du crédit aux ménages est soutenue aussi bien par l'offre que par la demande.

Les conditions du crédit

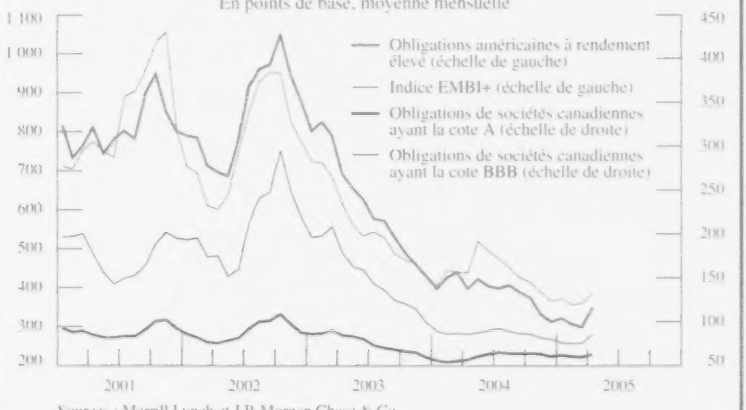
... ce qui se reflète sur les conditions du crédit aux entreprises au Canada.

Au Canada, comme sur la scène internationale, les conditions du crédit aux entreprises sont assez avantageuses. Sur les marchés financiers, la demande de produits offrant des rendements supérieurs mais comportant un risque un peu plus élevé reste forte. Elle est alimentée par les bénéfices relativement importants des sociétés et les faibles rendements des titres du gouvernement. Cette situation a contribué au fait que les cours des obligations sont élevés, et les écarts de rendement, plutôt faibles (Graphique 15).

Graphique 15

Écarts de rendement entre les obligations de sociétés canadiennes et celles émises dans d'autres pays

En points de base, moyenne mensuelle



Sources : Merrill Lynch et J.P. Morgan Chase & Co.

La tenue de la plupart des marchés boursiers s'est améliorée depuis la publication du dernier *Rapport*, l'indice composite TSX affichant un gain d'environ 10 %. Au Canada, cette embellie tient en grande partie aux bons résultats du secteur de l'énergie.

Les émissions brutes et nettes des sociétés ont enregistré une solide progression au pays. Les défauts de paiement se sont établis à des creux cycliques, et la proportion des cotes de crédit revues à la hausse par rapport au total des révisions apportées a continué d'augmenter. À l'heure actuelle, le taux de croissance du crédit aux entreprises se situe près de sa moyenne sur dix ans (Graphique 16). La relance du crédit à court terme aux entreprises s'est poursuivie, à la faveur du relâchement des conditions de financement. Quant au crédit à long terme aux entreprises (y compris les fiducies de revenu), son expansion est également demeurée vigoureuse depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, soutenue par la stabilité des émissions nettes d'obligations et d'actions. D'après les informations disponibles, le gros de la hausse du crédit aux entreprises a servi au financement des opérations courantes et au refinancement des emprunts plutôt qu'à de nouveaux investissements.

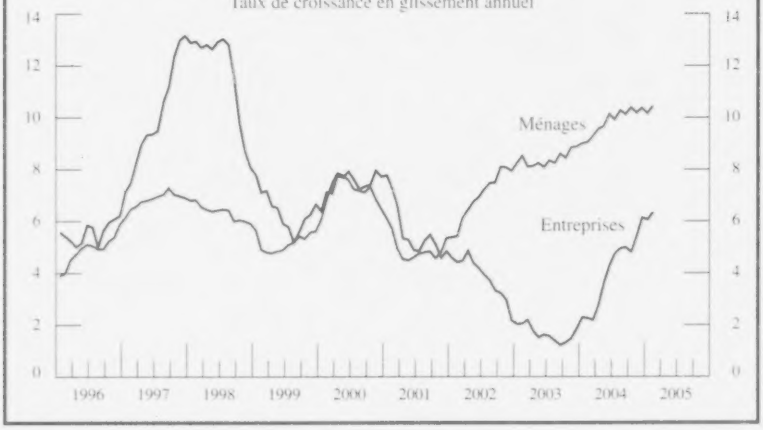
Le crédit aux ménages a continué sa poussée rapide.

Le crédit aux ménages a continué sa poussée rapide depuis la parution du dernier *Rapport*, stimulé à la fois par le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire à l'habitation (Graphique 16). Par ailleurs, grâce notamment aux bas taux d'intérêt et au dynamisme du marché du travail, les bilans des ménages sont demeurés sains. Le rythme élevé d'accroissement du crédit aux ménages témoigne vraisemblablement de la vigueur de la consommation durant la première partie de l'année.

Graphique 16

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



Dans l'ensemble, tant l'économie mondiale que celle du Canada disposent de liquidités considérables.

En somme, selon un large éventail d'indicateurs financiers, tant l'économie mondiale que celle du Canada disposent de liquidités considérables.

Les courbes de rendement et le taux de change

Les marchés s'attendent à de nouveaux relèvements du taux des fonds fédéraux d'ici à la fin de l'année…

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, la courbe des rendements aux États-Unis s'est déplacée vers le haut (Graphique 17). Elle a aussi continué de s'aplatir, principalement sous l'effet d'augmentations plus marquées des taux d'intérêt à court terme. Les contrats à terme boursiers indiquent que les marchés s'attendent à de nouveaux relèvements du taux des fonds fédéraux d'ici à la fin de l'année, leurs cours laissant présager que le taux directeur avoisinera 4 % d'ici la fin de décembre 2005.

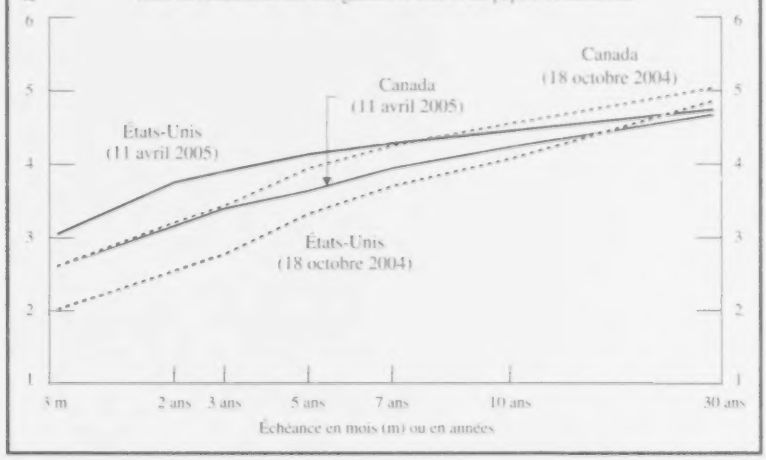
… et à des hausses plus graduelles du taux directeur canadien.

Les prix des actifs au Canada montrent que l'on prévoit des hausses de taux d'intérêt plus graduelles ici qu'aux États-Unis. Cette divergence quant aux trajectoires anticipées des taux directeurs entre les deux pays a contribué à réduire fortement les écarts de taux d'intérêt pour l'ensemble des échéances. À l'heure actuelle, les rendements des obligations canadiennes à deux ans sont d'environ 60 points de base inférieurs à ceux des obligations du Trésor américain, et les écarts de rendement sur les obligations à long terme sont devenus négatifs pour la première fois en plus de quatre ans.

Graphique 17

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et du papier commercial



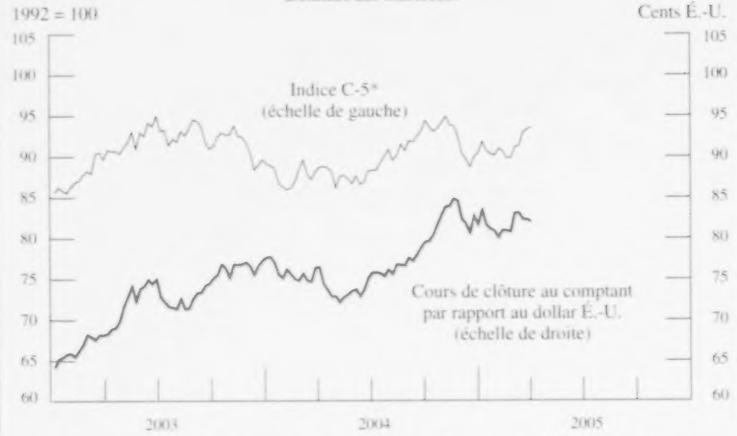
Après s'être fortement appréciées entre le moment de la parution du *Rapport* d'octobre et le début de décembre, les grandes monnaies se sont affaiblies vis-à-vis du dollar américain, et le dollar canadien s'est négocié à l'intérieur d'une fourchette de 80 à 83 cents É.-U. Cette évolution s'est produite dans un contexte marqué par la montée des taux d'intérêt aux États-Unis, l'atonie relative des économies japonaise et européenne, le renchérissement de l'énergie et le niveau généralement élevé des prix des autres produits de base.

Le dollar canadien s'est négocié à l'intérieur d'une fourchette de 80 à 83 cents É.-U.

Graphique 18

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-5 : euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

Les perspectives mondiales ont peu changé depuis octobre...

Dans l'ensemble, la tenue affichée par l'économie mondiale a été sensiblement conforme aux attentes exposées dans le *Rapport* d'octobre, et l'activité devrait continuer de progresser à un rythme relativement soutenu, de 4 % environ en 2005 et en 2006, malgré le renchérissement de l'or noir. Bien que les perspectives d'ensemble pour les deux prochaines années aient peu varié depuis octobre, la croissance est plus inégale, entre les grandes économies, qu'on ne l'avait anticipé antérieurement, les révisions à la hausse des taux d'expansion – déjà élevés – prévus pour les pays d'Asie autres que le Japon contrebalançant les ajustements à la baisse apportés aux rythmes projetés pour le Japon et l'Union européenne (Tableau 2).

Tableau 2
Projections relatives à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage)[b]		
		2004	2005	2006
États-Unis	21	4,4 (4,6)	3,7 (3,7)	3,7 (4,1)
Union européenne	20	1,9 (2,1)	1,7 (1,9)	2,3 (2,6)
Japon	7	2,6 (4,1)	0,8 (1,5)	1,8 (2,1)
Chine et ENI d'Asie[c]	16	8,9 (8,2)	7,6 (7,1)	7,2 (6,5)
Autres	36	5,7 (4,6)	4,4 (4,1)	4,2 (4,8)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,9)	4,0 (4,3)

a. La part de chaque pays pour 2003 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2004.
b. Les chiffres entre parenthèses reflètent les projections parues dans la livraison d'octobre 2004 du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

... le dynamisme de l'économie américaine demeurant soutenu.

L'évolution récente aux États-Unis donne à penser que la croissance de l'activité dans ce pays demeure fondamentalement vigoureuse. La hausse du PIB réel s'est chiffrée à 4 % en taux annualisé au troisième trimestre de 2004, et à 3,8 % au quatrième. Les dépenses de consommation et les investissements des entreprises affichaient tous deux une tenue remarquable au second semestre de l'année. Durant cette même période, malgré la dépréciation

marquée de la devise américaine en termes effectifs réels, les exportations nettes ont continué à brider la croissance. Les données dont nous disposons jusqu'ici indiquent que l'expansion se serait maintenue à près de 4 % au premier trimestre de 2005.

L'économie américaine devrait tourner en 2005 et 2006 à des taux qui, bien qu'étant inférieurs à ceux de 2004, dépasseront quelque peu son potentiel de croissance. Résultat, l'offre excédentaire (estimée à la fin de 2004 à un peu moins de 1 % du PIB) se résorbera en grande partie au cours des deux prochaines années. On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste robuste compte tenu du niveau anormalement bas du stock de capital à ce moment-ci du cycle. De plus, la dépréciation passée du billet vert devrait favoriser une forte reprise des exportations. Parallèlement, la dépense des ménages ralentira vraisemblablement, en raison notamment de l'effet modérateur qu'auront la hausse des cours pétroliers et les majorations passées et attendues des taux d'intérêt.

La croissance en Chine reste vigoureuse…

Dans le même temps, la contribution de l'Asie (hors Japon) à l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale a été un peu plus prononcée que prévu. La croissance de l'économie chinoise, en particulier, est demeurée étonnamment vigoureuse en dépit des mesures administratives de restriction de la demande mises en œuvre dans ce pays et du relèvement des taux d'intérêt intérieurs. Selon les perspectives qui se dessinent actuellement, le ralentissement de l'activité serait plus graduel qu'on ne le supposait au moment de la rédaction du *Rapport* d'octobre.

… alors qu'au Japon, la progression de l'activité devrait être plus modérée que prévu antérieurement.

À l'inverse, la croissance au Japon s'est avérée plus faible que prévu[8]. Après un bond notable au premier trimestre de 2004, le PIB réel du pays a plutôt stagné tout le reste de l'année, en grande partie à cause de la correction des stocks dans les secteurs associés aux technologies de l'information, du renchérissement de l'or noir et des répercussions des typhons. Une reprise progressive est prévue au fil des trimestres de 2005, à mesure que s'estompera l'influence des facteurs défavorables qui ont freiné la demande globale durant la dernière partie de 2004. Quoi qu'il en soit, il est probable que le taux de croissance annuel moyen de l'économie nippone sera beaucoup moins élevé en 2005 qu'en 2004, vu le bas niveau de départ.

Les déséquilibres mondiaux demeurent un risque majeur.

Dans la zone euro, le rythme de l'activité économique réelle a été aussi plus modéré qu'escompté au dernier trimestre de 2004, et les perspectives ont été légèrement révisées à la baisse. La croissance devrait cependant s'accélérer graduellement cette année et

8. Cela tient en partie aux révisions apportées aux comptes nationaux, qui se traduisent par un net fléchissement des données sur la croissance.

l'an prochain, à la faveur de l'amenuisement de l'effet négatif de l'appréciation passée de l'euro et de la hausse des cours mondiaux du pétrole.

Bien que les perspectives à court terme de l'économie mondiale soient favorables dans l'ensemble, un certain nombre de risques et d'incertitudes subsistent, dont la trajectoire future des cours pétroliers, la cadence de l'expansion en Chine et la situation géopolitique. Un risque majeur est lié à la résorption des déséquilibres des balances courantes, et concerne notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister. De fait, malgré la dépréciation importante du taux de change effectif réel du dollar américain, entamée au début de 2002[9], les déséquilibres des balances extérieures se sont encore creusés et iront sans doute en s'accentuant à court terme. Une correction ordonnée de ces déséquilibres ne se fera pas sans une augmentation de l'épargne aux États-Unis, un raffermissement de la demande ailleurs dans le monde, en particulier au Japon et en Europe, et un nouveau repli du taux de change effectif du billet vert. Une flexibilité accrue des cours des monnaies asiatiques faciliterait l'ajustement.

Les hypothèses relatives au cours du pétrole ont été nettement révisées à la hausse.

L'expansion projetée de l'économie mondiale devrait contribuer à maintenir les prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques à des niveaux relativement hauts pour le reste de 2005 et en 2006, même si un fléchissement est possible dans l'éventualité d'une augmentation des sources d'approvisionnement (Note technique 2). Cependant, toute nouvelle dépréciation de la devise américaine en termes réels pourrait faire pression à la hausse sur les cours en dollars É.-U. de ces produits. En ce qui concerne le prix du pétrole brut, la Banque suppose dans son scénario de référence – établi à partir des cours à terme récents (Graphique 19) – qu'il devrait avoisiner 57 dollars É.-U. le baril jusqu'à la fin de 2005, puis descendre quelque peu pour s'établir à 54 dollars É.-U. d'ici le second semestre de 2006. Les prix du gaz naturel devraient demeurer assez élevés en 2006. Les prix du pétrole brut retenus dans le scénario de la Banque sont nettement supérieurs à ceux envisagés pour la *Mise à jour* de janvier.

9. Selon les données de l'indice global du taux de change effectif réel publiées par la Réserve fédérale des États-Unis, le dollar américain a perdu 15 % de sa valeur entre février 2002 et mars 2005.

Note technique 2

L'émergence des économies asiatiques : conséquences pour le Canada

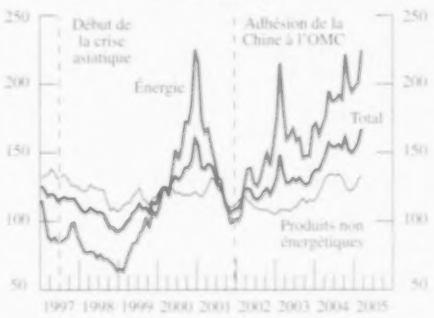
Depuis 25 ans, les économies émergentes d'Asie représentent un moteur de plus en plus important du commerce international, la Chine étant devenue un acteur incontournable dans la région ces dernières années[1]. En 2003, ces économies étaient à l'origine de 16 % des échanges internationaux, contre seulement 6 % en 1980. Même si les échanges directs que le Canada réalise avec les pays de cette région sont limités, les activités commerciales de ces derniers exercent une influence considérable sur l'économie canadienne par le truchement des marchés mondiaux. La demande croissante de ces pays pour les produits de base et ses effets sur leurs cours mondiaux revêtent à ce titre une importance toute particulière.

Après l'effondrement temporaire de la demande asiatique de produits de base lié à la crise de 1997-1998, la reprise subséquente de l'économie régionale et la montée en puissance de la Chine ont entraîné une relance de la demande et un vif relèvement des cours. Selon l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada, exprimé par rapport aux monnaies du G7, les prix des matières premières ont progressé de plus de 70 % depuis la mi-novembre 2001. Cette hausse a largement contribué à l'appréciation de 25 % du dollar canadien enregistrée ces deux dernières années.

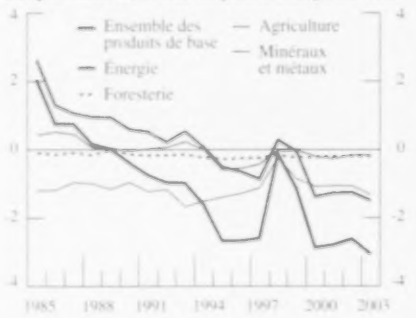
La vitalité de la demande chinoise de produits de base témoigne d'un investissement intérieur très solide et du rôle croissant que joue la Chine à titre de plateforme industrielle pour les firmes asiatiques. Bien que ce pays soit lui-même un gros producteur de nombreuses matières premières, sa croissance économique rapide a provoqué un dépassement de l'offre par la demande intérieure, si bien que la Chine est devenue l'un des grands acheteurs sur les marchés internationaux des produits de base.

Les entreprises canadiennes de ressources naturelles sont en bonne posture pour profiter de ces conditions de marché favorables. La robustesse de la demande mondiale a permis d'améliorer sensiblement leur rentabilité malgré l'appréciation du dollar canadien. En conséquence, les producteurs de matières premières ont augmenté leurs dépenses d'investissement, ce qui laisse supposer que les entreprises canadiennes prévoient accroître leur production. Par ailleurs, les entreprises autres que celles du secteur des ressources naturelles s'intéressent de plus en plus à l'important nouveau marché que représente la Chine.

Indice des prix des produits de base (exprimé par rapport aux monnaies du G7)
1982-1990 = 100



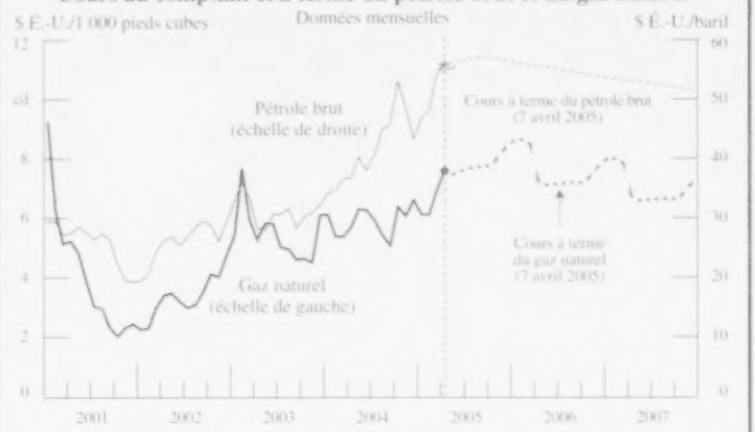
Balance commerciale des économies émergentes d'Asie au titre des produits de base, en pourcentage du PIB



1. Les économies émergentes d'Asie sont la Chine, la Corée, Hong Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.

Graphique 19

Cours au comptant et à terme du pétrole brut et du gaz naturel



* Cours au comptant du pétrole brut (7 avril 2005)
• Cours au comptant du gaz naturel (7 avril 2005)
Source : Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

La demande et l'offre globales au Canada

Le taux de croissance du PIB au Canada devrait avoisiner 2 1/2 % en 2005 et 3 1/4 % en 2006...

Compte tenu de l'incidence de l'appréciation passée et récente du dollar canadien, l'expansion devrait se chiffrer, en moyenne annuelle, aux alentours de 2 1/2 % en 2005. Elle devrait s'accélérer en 2006 pour atteindre environ 3 1/4 %. La Banque a abaissé légèrement sa projection relative à la croissance en 2005 par rapport à celle qu'elle énonçait dans la *Mise à jour* de janvier pour tenir compte du rythme de progression de l'activité plus faible qu'escompté au quatrième trimestre de l'an dernier. Toutefois, la projection concernant le profil de croissance trimestrielle pendant l'année est la même qu'en janvier. Si la prévision de la Banque pour 2005 est identique aux derniers pronostics de Consensus Economics, celle pour 2006 est un peu plus élevée.

... et l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au second semestre de 2006.

La Banque suppose que le taux de croissance du PIB réel sera de 2 1/2 % en rythme annuel au premier semestre de 2005, qu'il remontera ensuite à quelque 3 % au second semestre, puis qu'il se situera à environ 3 1/2 % sur les quatre trimestres de 2006. Le taux moindre que prévu tient au premier semestre de 2005 en grande partie à l'incidence que devrait avoir le ralentissement anticipé du rythme d'accumulation des stocks. Selon le scénario de la Banque, on observerait une modeste hausse de l'offre excédentaire au premier semestre de 2005, puis un retour de l'économie à sa pleine capacité au second semestre de 2006.

Si elle devait se poursuivre au bas rythme des deux dernières années, la progression de la productivité du travail pourrait fausser la

projection de la Banque relative à l'évolution de la production potentielle. Cependant, compte tenu des augmentations récentes et projetées des investissements des entreprises, ainsi que de l'avance rapide et soutenue de la productivité du travail aux États-Unis, il est raisonnable de supposer que la croissance de la productivité redémarrera. En outre, il se peut que l'accroissement tendanciel du facteur travail fasse l'objet de risques à la hausse, du moins à court terme. Par conséquent, à ce stade-ci, la Banque continue d'estimer, en tablant sur une progression tendancielle de 1 1/4 % pour le facteur travail et de 1 3/4 % pour la productivité du travail, que le rythme d'expansion de la capacité de production s'établira à 3 %.

On s'attend à ce que l'expansion de l'économie canadienne soit surtout alimentée par la croissance de la demande intérieure finale…

On s'attend à ce que l'expansion de l'économie canadienne cette année et l'an prochain (Tableau 3) soit surtout alimentée par la vigueur persistante de la demande intérieure finale. Cette opinion est essentiellement la même qu'en janvier, lors de la parution de la *Mise à jour*. Comme il a déjà été mentionné, la détente monétaire en place au sein de l'économie reste considérable, ce qui stimule la demande. Dans son scénario, la Banque continue de tenir compte d'une réduction du degré de détente monétaire au cours de la période de projection.

Tableau 3
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
en points de pourcentage*

	2004	2005	2006
Consommation	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)
Logement	0,5 (0,4)	0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,6 (0,6)	0,7 (0,8)	0,9 (0,8)
Investissements fixes des entreprises	0,7 (0,5)	1,0 (0,8)	0,8 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	*3,7 (3,4)*	*3,8 (3,6)*	*3,5 (3,6)*
Exportations	1,9 (1,9)	0,9 (1,7)	2,2 (1,8)
Importations	-2,7 (-2,4)	-2,0 (-2,5)	-2,4 (-2,1)
Total partiel : exportations nettes	*-0,8 (-0,5)*	*-1,1 (-0,8)*	*-0,2 (-0,3)*
Stocks	-0,1 (-0,2)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	*2,8 (2,7)*	*2,6 (2,8)*	*3,3 (3,3)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* paru en janvier 2005.

Les dépenses d'investissement des entreprises devraient augmenter de façon encore plus marquée que l'an dernier, sous l'impulsion de l'expansion de l'activité économique à l'échelle

Graphique 20

Confiance des consommateurs

* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes : 1er trimestre de 2005)
** Dépenses, en dollars constants, en biens et services de consommation et en logement

mondiale et du niveau élevé des cours de l'énergie et des produits de base non énergétiques qui en résulte, de conditions financières très favorables, de profits substantiels, ainsi que de nouvelles réductions des prix des machines et du matériel importés. On prévoit que les gains continus au chapitre des revenus réels, les effets de la détente monétaire en place et le niveau de confiance élevé des consommateurs (Graphique 20) contribueront à maintenir la solide hausse des dépenses de consommation. Toutefois, après leur progression rapide des dernières années, les investissements dans le secteur du logement devraient rester globalement inchangés au cours de la période considérée. On pense que les dépenses de rénovation feront un bond et que celui-ci compensera l'incidence du repli attendu des mises en chantier de nouveaux logements et de l'activité sur le marché de la revente des maisons.

Dans son scénario, la Banque prévoit également que les dépenses de tous les ordres de gouvernement s'accroîtront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant toujours de maintenir l'équilibre budgétaire.

... qui devrait être contrebalancée en partie par l'incidence négative de l'appréciation passée du dollar canadien sur le volume net des exportations.

La poursuite de l'expansion à l'étranger, en particulier aux États-Unis, devrait se traduire par une hausse de la demande de produits canadiens d'exportation, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations tant en 2005 qu'en 2006. On s'attend à ce que l'appréciation passée du dollar canadien continue à limiter la croissance des exportations canadiennes et à stimuler les importations pendant la période considérée.

La vigueur des investissements en machines et matériel favorisera également la poussée des importations.

Dans la *Mise à jour* de janvier, la Banque estimait que le niveau élevé des cours du pétrole aurait de faibles répercussions négatives sur la demande globale au Canada en 2005, avant que son effet incitatif sur l'investissement et la production dans le secteur de l'énergie ne se manifeste en 2006. Comme les hypothèses relatives à ces cours retenues pour la présente livraison du *Rapport* ont été sensiblement relevées, les pressions à la baisse s'exerçant sur la demande d'exportations canadiennes et sur les dépenses des ménages seront vraisemblablement un peu plus fortes qu'on ne le croyait au moment de la *Mise à jour*. Cependant, la hausse plus prononcée que prévu des dépenses d'investissement des producteurs d'énergie, que laissent entrevoir les récentes intentions d'investissement, devrait plus que compenser cet effet négatif d'ici 2006.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation ont peu changé.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille n'ont pas beaucoup changé depuis la mi-octobre, et un grand nombre des principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent très proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'hiver révèlent que 74 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix s'accroisse au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins. Ce pourcentage est pour ainsi dire identique à celui obtenu à l'automne. Selon la livraison printanière du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises*, 93 % des firmes sondées par la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années; toutefois, 60 % des répondants croient que l'inflation se situera dans la moitié supérieure de la fourchette. Au contraire, le taux d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2005 et 2006 s'établit juste au-dessous de 2 %. Leurs pronostics pour 2007 et au-delà continuent aussi de friser les 2 %.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Il subsiste encore un risque que l'augmentation des coûts attribuable au maintien des cours mondiaux de l'énergie et d'autres matières premières à de hauts niveaux ne se répercute sur les prix des produits et services non énergétiques. De fait, selon certaines observations, le renchérissement marqué de certains métaux contribue à hausser le prix de divers biens durables, comme les gros

appareils électroménagers. Si l'on en croit l'expérience la plus récente, toutefois, ces retombées seront probablement assez limitées et elles s'étaleront dans le temps.

En revanche, l'appréciation du dollar canadien depuis le début de 2003 devrait continuer de tirer légèrement à la baisse l'inflation mesurée par l'indice de référence pendant la période considérée. En outre, les prix mondiaux de certains biens de consommation semblent faire l'objet de réductions constantes en raison d'une augmentation de l'offre en provenance de pays comme la Chine.

La majoration des gains horaires moyens des employés permanents devrait s'accentuer quelque peu jusqu'à la fin de 2006. Cependant, avec la reprise attendue de la croissance de la productivité du travail au cours de la période, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre, en glissement annuel, devrait se maintenir aux alentours ou au-dessous de 2 % durant l'horizon projeté.

L'incidence de l'expansion monétaire

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, a ralenti depuis la parution du *Rapport* d'octobre (Graphique 21) et cadre en gros avec le taux de croissance de la production d'un peu plus de 2 % auquel on s'attend pour le premier trimestre de 2005.

Graphique 21

Croissance du PIB, de M1+ et de M1++ en termes réels

Taux de variation trimestriel annualisé

* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1+ et de M1++ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Graphique 22

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel

Depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, le rythme de progression sur douze mois de M2++ s'est stabilisé à tout près de 6 %, en dépit de la vigueur affichée par les agrégats monétaires au sens étroit durant la même période. La hausse de M2++ est compatible avec une inflation de moins de 2 % (Graphique 22).

Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005...

La présence anticipée d'une petite marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne devrait maintenir, jusqu'à la fin de 2005 et pendant la majeure partie de 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence légèrement en deçà du taux attendu à plus long terme. La Banque estime que l'appréciation récente et antérieure du dollar exercera aussi de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation au cours de la période.

... puis se hisser à 2 % vers la fin de 2006.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005. Comme on prévoit que la production retournera à son plein potentiel au deuxième semestre de 2006, et puisque les attentes d'inflation restent fermement arrimées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait graduellement se hisser à 2 % vers la fin de 2006 (Tableau 4).

Tableau 4
Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres*

	2005				2006	
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	**1,7** *(1,7)*	**1,6** *(1,6)*	**1,7** *(1,7)*	**1,7** *(1,7)*	**1,8** *(1,8)*	**1,9** *(1,9)*
IPC global	**2,1** *(2,4)*	**2,1** *(2,0)*	**2,3** *(1,5)*	**2,3** *(1,5)*	**2,2** *(1,7)*	**1,8** *(1,8)*
WTI (niveau)**	**50** *(47)*	**56** *(47)*	**57** *(45)*	**57** *(45)*	**56** *(43)*	**54** *(42)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2005.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 avril 2005.

On prévoit que le taux d'accroissement de l'IPC global restera supérieur à 2 % jusqu'en 2006.

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence cruciale sur l'évolution du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global. Selon un scénario élaboré à partir des cours à terme du pétrole (Graphique 19), ce taux devrait demeurer supérieur à 2 % pendant quelque temps, puis se replier légèrement en deçà de ce niveau au second semestre de 2006.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

_____ (2005). *Enquête sur les perspectives des entreprises* (printemps).

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa.

_____. *Investissements privés et publics au Canada, Perspectives 2005*, publication n° 61-205-XIB au catalogue (annuel), Ottawa.

Conference Board du Canada (2005). *Index of Business Confidence* (hiver).

_____ (2005). *Index of Consumer Attitudes* (mars).

Consensus Economics Inc. (2005). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
site Web : http://www.banqueducanada.ca